

Внешние облигационные займы Москвы — итоги и перспективы

Марина Алексеенкова
Высшая школа экономики

Возможность выпуска еврооблигаций в 1997—1998 гг. позволяла субъектам РФ не только привлекать относительно недорогие финансовые ресурсы, но и подняться на ступень выше по шкале международного кредитного доверия, постепенно расширяя свои источники финансирования. Однако кредит доверия к России, а с ней и к субъектам Федерации, был исчерпан в августе 1998 г. Конечно, рынок их внешних займов, в том числе Москвы, от этого не прекратил существования, хотя и оказался существенно подорван.

Начало региональным еврозаймам было положено в 1997 г. с выходом указа Президента РФ № 304 от 8 апреля 1997 г. «О выпуске внешних облигационных займов органов исполнительной власти гг. Москвы, Санкт-Петербурга и Нижегородской области». Предполагалось, что три указанных субъекта РФ получат рейтинги мировых рейтинговых агентств и будут соблюдать следующие ограничения: общий объем всех видов заимствований в пределах бюджетного года не должен превышать 30% собственных доходов региона, а расходы на погашение и обслуживание долговых обязательств — 15% собственных доходов. Эмитенты удовлетворяли условиям этих формальных требований, и уже в июне 1997 г. был успешно размещен первый выпуск еврооблигаций Москвы. Разумеется, соответствие было не только формальным, однако имел место и ряд негативных факторов, во многом обусловивших последующие долговые проблемы столицы.

ПЛЮСЫ И МИНУСЫ ЗАЕМЩИКА

Основной **положительной характеристикой заемщика** является получение им высокого кредитного рейтинга. Особый статус Москвы как столицы и субъекта Федерации с хорошо развитой инфраструктурой и высокой концентрацией финансовых ресурсов позволил ей получить международный рейтинг на уровне рейтинга России. Для инвесторов это означало отсутствие дополнительных рисков по сравнению с сувереном, а для Москвы — получение наиболее выгодных условий размещения займа. Не случайно различие между купонными ставками по российским и московским еврооблигациям составило в июне 1997 г. всего 0,25% годовых.

К плюсам, с точки зрения инвестора, можно отнести также сбалансированность бюджета города в течение нескольких лет. Наблюдалось даже превышение бюджетных доходов над общей суммой расходов, что является большой редкостью для большинства заемщиков — субъектов Федерации. Отдельно следует отметить факт создания в Москве инвестиционно-заемной системы (ИЗС) с целью мобилизации дополнительного капитала для развития экономики города и инвестиционное направление заемных средств. Как известно, большинство регионов подрывают доверие инвесторов нецелевым «латанием дыр» в бюджете вырученными от продажи облигаций средствами.

Напротив, правительство Москвы подкрепляло работу своей ИЗС списком проектов капиталовложений. За счет размещения городских облигационных займов в 1997—1998 гг. на финансирование городских инвестиционных программ было направлено 16,86 млрд руб., а за счет целевых кредитов зарубежных и отечественных банков — 8,4 млрд руб. Для сравнения, планируемые на 2000 г. доходы городского бюджета составляют примерно 138 млрд руб.

К минусам Москвы как заемщика следует отнести погашение и обслуживание ее долга путем рефинансирования. Долгосрочные проекты планировалось поддерживать за счет периодически рефинансируемых краткосрочных заимствований. Такой подход приемлем при ожидаемом снижении процентных ставок и по-

явлении возможности удешевить кредиты в дальнейшем, как это было в первой половине 1997 г. Однако во время кризиса подобные методы работы становятся опасными.

Еще одним поводом для критики стал внутренний рынок долговых обязательств Москвы. Не обладая достаточной ликвидностью в период относительной стабилизации, он, кроме того, был подорван августовским кризисом 1998 г. и условиями послекризисной реструктуризации внутренних долгов города. Это отрицательно повлияло на имидж Москвы на внутреннем рынке заимствований и сузило ее перспективы в ближайшем будущем. Между тем именно внутренний рынок мог бы стать ключевым звеном для проведения политики управления долгом, реструктуризации и будущего погашения внешних займов, а также важнейшим элементом ИЗС.

Политика управления долгом должна включать в себя несколько ключевых элементов: план заимствований и погашения обязательств, контроль за его выполнением, определение предельного объема займов, поиск способов реструктуризации задолженности. Пока нельзя с уверенностью утверждать, что все перечисленные элементы присутствуют в работе московского правительства. Не оглашаются планы по реструктуризации и новым заимствованиям. Нет четкой позиции в отношении внутреннего рынка займов. Проблема увеличения дюрации (срока обращения) долга также требует внимания. В то же время **создан прецедент погашения большей части внешнего долга в условиях кризиса** и тем самым найден сильнейший аргумент в пользу заемщика.

РЫНОК ЕВРООБЛИГАЦИЙ МОСКВЫ

Рынок еврооблигаций Москвы появился в 1997 г. с размещением бумаг на сумму 500 млн долл. сроком на 3 года и погашением в 2000 г. В 1998 г. к ним добавились облигации, деноминированные в немецких марках и итальянских лирах. Характеристики займов представлены в таблице.

На конец 1998 г. долг Москвы по еврооблигациям составил примерно 1000 млн долл. Всего же по состоянию на 1 января 1999 г. долговые обязательства под обеспечение бюджета столицы и ее внебюджетных фондов исчислялись 8285,3 млн руб.; 1919,83 млн долл.; 832,92 млн нем. марок; 479,39 млн фр. фр.; 400 млрд ит. лир и 298,71 млн швейцар. фр., или в пересчете на доллары США около 3275 млн. **Стоимость обслуживания** московских еврооблигаций по выпускам, деноминированным в долларах США и немецких марках, сопоставима с условиями, предложенными инвесторами федеральному правительству. При этом **срок обращения** московских еврооблигаций всех выпусков, составляющий 3 года, ощутимо короче не только выпускавшихся в 1996—1998 гг. еврооблигаций Правительства РФ, но и 5-летних еврооблигаций Санкт-Петербурга и Нижегородской области.

Ухудшение внешних условий и макроэкономической ситуации в стране в 1998—1999 гг. резко осложнило

Характеристики еврозаймов Москвы			
Показатель	Дата погашения		
	31 мая 2000 г.	9 апреля 2001 г.	18 мая 2001 г.
Срок обращения облигаций	3 года	3 года	3 года
Сумма выпуска	500 млн долл.	500 млн нем. марок	400 млрд итал. лир
Купонная ставка, % годовых	9,500	9,125	9,875
Цена на 4 мая 2000 г., % от номинала	99,00	92,75	92,50
Доходность на 4 мая 2000 г., % годовых	25,82	18,22	18,54
Спрэд на момент выпуска, базисные пункты	200	170	360
Спрэд на 4 мая 2000 г., базисные пункты	100	725	750

положение московского правительства. Наиболее серьезной проблемой стало предстоящее погашение весной — летом 2000 г. большого объема долга и процентных платежей. Выплаты по еврооблигациям должны были составить около 567 млн долл. В сложившейся рыночной обстановке правительство Москвы пошло на **вывод из обращения значительной суммы долга**.

Необходимо отметить, что в соответствии с правилами функционирования рынка еврозаймов эмитент не имеет права спекулировать своими собственными бумагами. Он может выкупать облигации на вторичном рынке по рыночным ценам. Согласно «Меморандуму о предложении облигаций» все выкупленные бумаги должны быть отменены и не могут быть вновь эмитированы или перепроданы. Поэтому после августовского кризиса 1998 г., повлекшего за собой падение рынка еврооблигаций, Москомзайм провел работу среди инвесторов об откупе части долга по рыночным ценам, что не противоречит правилам работы рынка. Нарекания могли возникнуть только в связи с тем, что Москва не объявила открытого опциона на покупку облигаций и таким образом поставила инвесторов в неравное положение. Однако возможность откупа была заложена в упомянутый «Меморандум...», о чем знали и инвесторы. В ходе откупа Москомзайму удалось вывести из обращения с использованием дополнительных доходов городского бюджета 44% долга (около 220 млн долл.) и тем самым значительно сократить нагрузку на бюджет 2000 г.

Одной из основных рыночных характеристик еврооблигаций является спрэд по сравнению с государственными облигациями страны, в валюте которой осуществлен выпуск. Если до августа 1998 г. спрэд по доходностям для московских еврооблигаций был на уровне российских бумаг, то после кризиса ситуация значительно изменилась. График спреда по доходности российских и московских еврооблигаций относительно

гособлигаций США представлен на рис. 1, 2, изображенных для наглядности в разных масштабах.

Вплоть до кризиса октября 1997 г. московские и российские еврооблигации котировались примерно на одном уровне с гособлигациями США. Рынок оценивал риски этих бумаг одинаково. Однако после кризиса 1997 г. и особенно после августовского кризиса 1998 г. котировки еврооблигаций Москвы резко упали даже по сравнению с российскими еврооблигациями. Во второй половине 1998 г. доходность московских бумаг составляла 150—160% годовых, тогда как доходность российских бумаг была в пределах 100% годовых.

Это связано с тем, что в мировой практике кредитный риск страны-эмитента обычно считается ниже риска ее регионов. То есть к политическим и экономическим рискам страны добавляются риски отдельных субъектов-эмитентов. При этом даже самый лучший регион не способен сохранять замкнутость по отношению к нестабильности и событиям, происходящим в стране,

и должен подчиняться законодательным изменениям, способным затронуть его платежеспособность.

Отрицательным фактором для региональных бумаг стал также 90-дневный мораторий, объявленный правительством Сергея Кириенко на выплату долгов в августе 1998 г. Своевременное погашение Москвой своих обязательств поддержало рынок ее еврооблигаций, но не сняло проблему недоверия со стороны иностранных инвесторов. Рынок московских еврооблигаций стабилизировался лишь во второй половине 1999 г., когда город провел упомянутый откуп части своего долга.

На сегодняшний день среди характеристик внешнего долга Москвы необходимо отметить достаточно высокий спрэд доходности к погашению между имеющими формально одинаковый кредитный рейтинг московскими и федеральными еврооблигациями, достигший в середине 1999 г. порядка 10% годовых. Этот факт говорит о высокой спекулятивной составляющей в доходности московских еврооблигаций, вызванной неуверенностью инвесторов в этих бумагах.

БУДУЩЕЕ РЫНКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ

Правительству Москвы удалось снизить долговую нагрузку на 2000 г., но это не решило проблему погашения краткосрочных займов в ближайшем будущем при отсутствии сколько-нибудь реальных и недорогих источников займов. Внутренний рынок заимствований нельзя пока рассматривать как серьезный источник заемных средств. Поиск новых партнеров для реструктуризации долга сегодня может вестись среди **крупных западных банков**, способных предоставить **синдицированные кредиты** на взаимовыгодных условиях.

После понижения российского рейтинга до уровня высоко спекулятивного **внешний рынок еврооблигаций** стал неинтересен для серьезных портфельных западных инвесторов. Это снизило перспективы Москвы как заемщика в ближайшем будущем, хотя московское правительство успешно выполняет все свои обязательства по отношению к инвесторам. Перспективы у рынка могут появиться только с улучшением экономической ситуации в стране и восстановлением доверия к России на Западе. Дешевые внешние займы и стабильный рынок внешнего долга возможны лишь при значительном повышении рейтинга России, а с ней и Москвы, что вряд ли произойдет в текущем году. ■

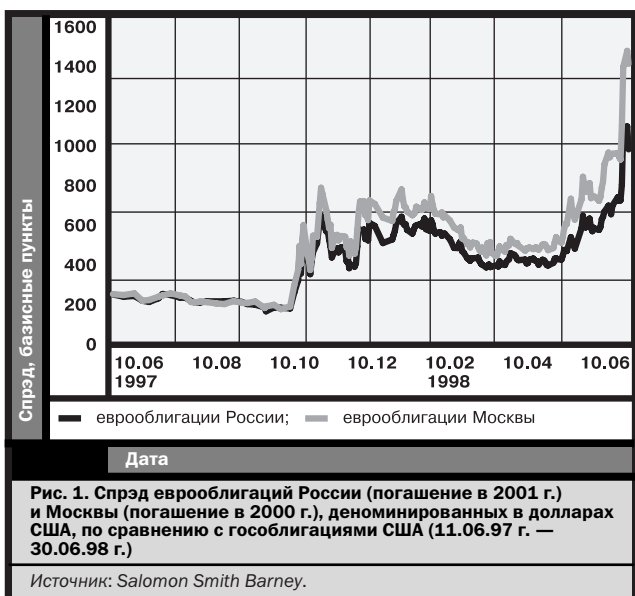


Рис. 1. Спрэд еврооблигаций России (погашение в 2001 г.) и Москвы (погашение в 2000 г.), номинированных в долларах США по сравнению с гособлигациями США (11.06.97 г. — 30.06.98 г.)

Источник: Salomon Smith Barney.

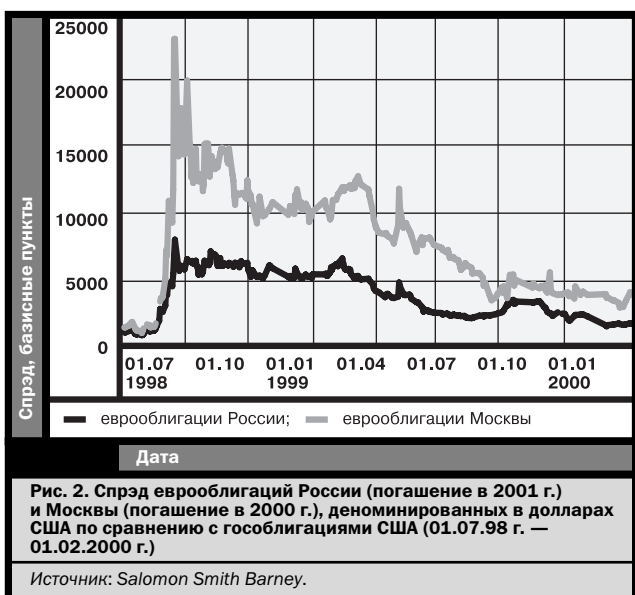


Рис. 2. Спрэд еврооблигаций России (погашение в 2001 г.) и Москвы (погашение в 2000 г.), номинированных в долларах США по сравнению с гособлигациями США (01.07.98 г. — 01.02.2000 г.)

Источник: Salomon Smith Barney.