

▶ **Николай Подгузов,**

вице-президент аналитического управления,
«Ренессанс Капитал»



Рынок ОФЗ: советы эмитенту

На наш взгляд, текущая инфраструктура рынка внутренних государственных заимствований практически исключает возможность оперативного наращивания рублевого госдолга без риска роста доходностей. Мы убеждены, что для безболезненного увеличения емкости рынка необходимы качественные изменения ОФЗ как продукта. Указанные изменения должны быть направлены на повышение ликвидности гособлигаций, введение института первичных дилеров, развитие рынка производных инструментов и расширение круга потенциальных инвесторов в государственные облигации.

СОХРАНИТ ЛИ РЫНОК ОФЗ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ В 2007 ГОДУ?

Государственные ОФЗ в 2006 году закрепили за собой статус индикативных бумаг для рублевого рынка облигаций. Инвестиции в ОФЗ второй год подряд стали одними из самых доходных, принеся своим держателям около 8.0% годовых. Для сравнения: совокупный доход индекса суверенных еврооблигаций EMBI + Russia по итогам года вырос только на 5.4%. С учетом номинального укрепления рубля (на 9.2% против доллара и на 4.2% против корзины доллар-евро) инвестиции в рублевые суверенные облигации в 2006 году стали гораздо более выгодными по сравнению с вложениями в суверенные еврооблигации.

Одним из ключевых факторов устойчивого спроса на ОФЗ является по-прежнему сохраняющийся разрыв между доходностями гособлигаций и ставками РЕПО по этим инструментам. К примеру, в течение всего 2006 года доходность короткого выпуска ОФЗ 46001 оставалась заметно выше однодневной ставки MOSIBOR. Средний спред ОФЗ 46001–MOSIBOR по итогам 12 месяцев составил около 230 б.п. Ставка РЕПО по ОФЗ, как правило, превышает однодневную ставку овернайт на 50–70 б.п. При этом в периоды неблагоприятной конъюнктуры на денежном рынке всегда существует возможность рефинансироваться под ОФЗ в ЦБ по гарантированной ставке, не превышающей 6.15% при дисконте 2.5%. Таким образом, даже в условиях сохранения ставок денеж-

ного рынка на относительно высоком уровне доход от инвестирования в гособлигации при условии использования финансового рычага может превысить 20%. При этом осуществление указанной инвестиционной стратегии не требует от инвестора принятия на себя сколько-нибудь существенного кредитного риска.

Сохранится ли привлекательность ОФЗ в наступающем году? Если рассматривать этот вопрос с точки зрения традиционно анализируемых в предыдущие годы факторов, то на него можно дать утвердительный ответ. Мы не ожидаем существенного изменения политики Банка России в отношении процентных ставок, средний уровень которых в течение года хотя, возможно, и повысится, но по-прежнему сохранится на относитель-

но низком уровне (2.5–4.5%). Общий уровень ликвидности на фоне ПРО Сбербанка и ВТБ, а также проведения аукционов по продаже активов ЮКОСа останется высоким в текущем году. Мы также позитивно оцениваем перспективы дальнейшего укрепления курса рубля, что повысит привлекательность рублевых гособлигаций для иностранных инвесторов. Таким образом, с учетом вышеперечисленных факторов, вероятность снижения доходностей ОФЗ по итогам года на 20–30 б.п. сохраняется.

Однако перспективы рынка ОФЗ в ближайшие годы могут оказаться и не такими радужными. В условиях вступления России в период парламентских (декабрь 2007 г.) и президентских выборов (март 2008 г.) социальная нагрузка на бюджет может возрасти, что, вероятно, потребует увеличения расходов и, как следствие, может привести к росту объема заимствований. Кроме того, резкому росту объемов выпусков гособлигаций может способствовать и переход России в ближайшие годы на нефтегазовый бюджет.

ПРОГРАММА ГОСЗАИМСТВОВАНИЙ НА 2007 ГОД

Федеральным законом «О федеральном бюджете на 2007 год» предусмотрены заимствования в иностранной валюте в незначительном объеме (763.6 млн долл.). При этом законом не предусмотрен выпуск еврооблигаций, а львиная доля внешних заимствований приходится на кредиты и займы международных финансовых организаций (718.9 млн долл.). В последние годы Правительство РФ четко придерживалось консервативной долговой стратегии на внешних рынках, а главным инструментом заемной политики были государственные рублевые облигации (ОФЗ).

Программой государственных внутренних заимствований на 2007 г. предусмотрен выпуск ОФЗ в объеме 225 млрд руб. — против 186 млрд руб. годом ранее. Увеличение эмиссии ОФЗ, учитывая потенциально расширяющийся круг инвесторов в государственные облигации, вряд ли можно считать значительным. Вместе с тем, основной акцент в государственных заимствованиях планируется сделать на первое полугодие: объем выпуска ОФЗ в первых двух кварталах составит 81 млрд руб. и 73 млрд руб. соответственно. Это значит, что объем

привлечения средств в первые шесть месяцев текущего года почти в 1.5 раза превысит объемы заимствований в первом полугодии 2006 г. (154 млрд руб. против 103 млрд руб.), что в условиях ухудшения ситуации с ликвидностью уже существенно. Во втором полугодии объем предложения ОФЗ составит всего 71 млрд руб. против 83 млрд руб. в прошлом году. При этом (см. график) в четвертом квартале планируется выпустить ОФЗ только на 25 млрд руб.

Низкий объем заимствований во втором полугодии Минфин России объясняет возможным осложнением ситуации с ликвидностью, которое наблюдалось в четвертом квартале в 2005–2006 гг. Однако даже в условиях высоких ставок денежного рынка большинство аукционов ОФЗ в конце прошлого года проходило с существенным превышением спроса над предложением (более чем в два раза), а возможность увеличения заимствований в предвыборный год в случае необходимости у Минфина, несомненно, есть. Таким образом, мы не исключаем, что во втором полугодии программа государственных внутренних заимствований будет скорректирована в сторону увеличения с учетом новых потребностей бюджета.

НЕНЕФТЕГАЗОВЫЙ БЮДЖЕТ

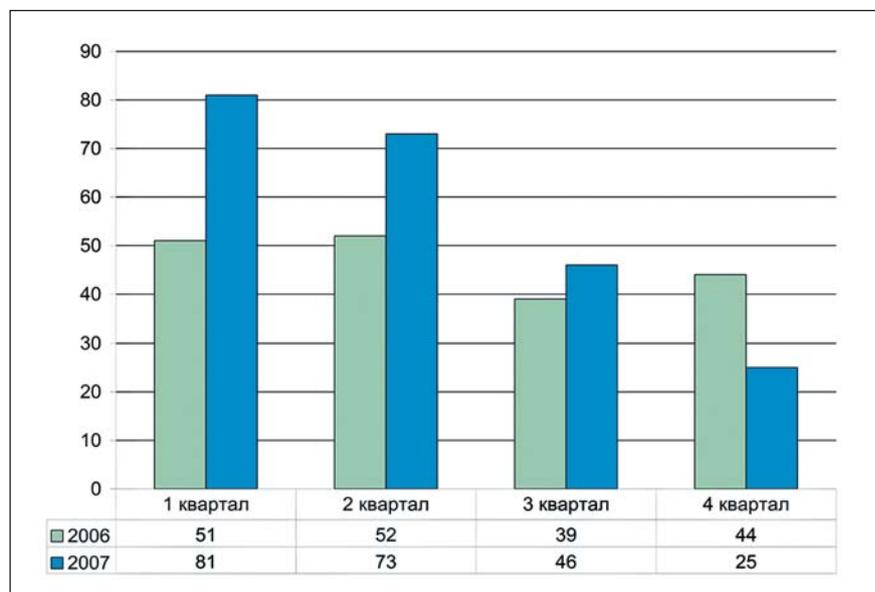
Однако на этом потенциальные угрозы для инвесторов на рынке ОФЗ не заканчиваются. Новые перспективы увеличения государственных

внутренних заимствований кроются в переходе к бюджетному планированию, основанному на нефтегазовом балансе. Минфин России стремится снизить зависимость экономики от использования невозобновляемых природных ресурсов, что требует проведения особой экономической политики. Концепция несырьевого бюджета предусматривает построение бюджета с разделением доходов от сырьевого и несырьевого секторов экономики. В российских условиях к сырьевым доходам можно отнести доходы от добычи и реализации нефти, природного газа, черных и цветных металлов, продукции лесной промышленности и прочих невозобновляемых ресурсов. Вместе с тем, для формирования «несырьевого бюджета» целесообразно учитывать те виды сырья, которые вносят ощутимый вклад в доходы экономики и бюджета. Этому критерию в российских условиях соответствуют поступления в бюджет от нефтяной и газовой отрасли. Доходы от нефтегазового сектора регулярно составляют около 50% от общего объема доходов федерального бюджета. Именно эти доходы и предлагается отделять при формировании бюджетной политики.

При нынешнем уровне расходов федерального бюджета учет в его доходной части только поступлений, не связанных с нефтяной и газовой отраслями, означает образование заметного бюджетного дефицита. При этом нефтегазовый дефицит

Поквартальный график эмиссий ОФЗ в 2006–2007 гг, млрд руб.

Источник: Минфин России



Прогноз нефтегазового баланса федерального бюджета в 2008–2010 гг.

	2008	2009	2010
Доходы бюджета, % ВВП	19.40	18.80	18.10
нефтегазовые	7.27	6.25	5.36
ненефтегазовые	12.13	12.55	12.74
Расходы, % ВВП	18.90	18.65	18.02
Профицит, % ВВП	0.50	0.15	0.08
Ненефтегазовый дефицит бюджета, % ВВП	-6.77	-6.10	-5.27
Нефтегазовый трансферт, % ВВП	6.20	5.30	4.50
Дефицит бюджета, требующий дополнительного финансирования, % ВВП	-0.57	-0.80	-0.77
Дефицит бюджета, требующий дополнительного финансирования, млрд руб.	196	314	343
<i>Справочно:</i> Прогноз ВВП России, млрд руб.	34,397	39,473	44,392

Источник: Минфин России, оценки «Ренессанс Капитала»

бюджета не обязательно может покрываться нефтегазовыми доходами. Он также может финансироваться заимствованиями, поступлениями от приватизации, продажи госзапасов и другими источниками. Ту часть ненефтегазового дефицита, которая покрывается нефтегазовыми доходами, можно определить как нефтегазовый трансферт в бюджет.

В марте 2007 года Правительством России был впервые одобрен трехлетний бюджет на 2008–2010 гг. В соответствии с указанным документом, ненефтегазовый дефицит бюджета может составить 6.77% ВВП в 2008 г., 6.1% в 2009 г. и 5.27% в 2010 г. С учетом предлагаемого Минфином России уровня нефтегазового трансферта можно спрогнозировать объемы заимствований с целью финансирования дефицита. Таким образом, уже в 2008 году потребность в дополнительном финансировании может существенно увеличиться. Очевидно, что главным источником привлечения дополнительных финансовых ресурсов является внутренний рынок облигаций. Поэтому объемы выпуска ОФЗ, как видно из таблицы, к 2008 году могут резко вырасти.

На наш взгляд, текущая инфраструктура рынка внутренних государственных заимствований практически исключает возможность оперативного наращивания рублевого госдолга без риска роста доходностей. В то же время наиболее легкий путь — увеличение объемов выпуска гособлигаций за счет предоставления премий на

аукционах — также представляется опасным. Возникает риск оттока средств с падающего рынка и, как следствие, потери интереса инвесторов к данному сектору. Последующее восстановление рынка госзаимствований, т. е. восстановление доверия инвесторов к нему, может происходить медленными темпами, что на долгое время лишит государство эффективного инструмента осуществления заемной политики. Мы убеждены, что для безболезненного увеличения емкости рынка необходимы качественные изменения ОФЗ как продукта, что не представляется сверхзадачей, учитывая текущие рыночные и экономические реалии. Указанные изменения должны быть направлены на повышение ликвидности гособлигаций, введение института первичных дилеров, развитие рынка производных инструментов и расширение круга потенциальных инвесторов. Ниже мы бы хотели обсудить основные направления возможного развития рынка гособлигаций.

ЛИКВИДНОСТЬ — КЛЮЧЕВОЕ ПРЕИМУЩЕСТВО ИНДИКАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ. ЦЕЛЬ ОФЗ — КВАЗИДЕНЬГИ

За последние несколько лет была проделана эффективная работа по существенному повышению ликвидности рынка госзаимствований. Переход к новой аукционной политике, предусматривающей размещение ОФЗ в заранее установленные даты, концентрация ликвидности в круп-

ных эталонных выпусках (3, 5, 10, 15, 30 лет), отмена норматива резервирования для иностранных инвесторов с либерализацией счета капитальных операций позволили заметно расширить базу инвесторов в гособлигации. Важным фактором, стабилизирующим доходности ОФЗ в периоды высоких ставок денежного рынка, является возможность безусловного рефинансирования гособлигаций через инструмент однодневного прямого РЕПО Банка России.

Однако существенный потенциал для дальнейшего развития рынка ОФЗ сохраняется и, учитывая важнейшую роль государственных заимствований как инструмента денежно-кредитной политики, его реализация в кратчайшие сроки должна оставаться приоритетной государственной задачей. Как известно, одной из ключевых задач, стоящих перед монетарными властями, является сдерживание темпов роста цен, т. е. борьба с инфляцией, которая фактически является налогом на бедность и зачастую сводит на нет многие социальные инициативы правительства. Несмотря на существенные успехи по сдерживанию темпов роста инфляции в первом квартале, соответствие ориентиру по инфляции в текущем году, который установлен на амбициозном уровне 6.5–8.0%, по-прежнему является непростой задачей. Предлагаемые в настоящее время антиинфляционные меры в основном направлены на сглаживание последствий стремительно растущей денежной массы (49% в 2006 г. и 38.6% в 2005 г.). В этих условиях без наличия в арсенале монетарных властей высоколиквидных инструментов, с помощью которых можно осуществлять эффективное регулирование избыточной денежной массы, реализовать указанные меры, на наш взгляд, невозможно.

БАРЬЕР МЕЖДУ ДЕНЕЖНЫМ РЫНКОМ И ОФЗ (ДОРОГОЙ ВХОД И ВЫХОД)

Одним из главных препятствий на пути резкого повышения ликвидности государственных долговых обязательств является высокий уровень комиссий, взимаемых ММВБ при осуществлении операций купли-продажи облигаций. Так, по сделкам с ОФЗ со сроком погашения (датой обратного выкупа) более 200 дней комиссия составляет 0.02% от суммы

каждой сделки без учета НКД. Во что обходится покупателю ОФЗ такая, на первый взгляд, незначительная комиссия? Допустим, что крупный инвестор приобретает ОФЗ 25060 (годовой купон 5.8%) по номинальной стоимости (100.0%) в объеме 10 млн руб. В этом случае комиссия ММВБ составит 2000 руб. Таким образом, для приобретения указанной ценной бумаги инвестор фактически должен заплатить на 2000 руб. больше, т. е. котировка на покупку (offer price) для него уже составит 100.02%. Если же инвестор решит реализовать указанный выпуск по номиналу, он вновь заплатит комиссию в 2000 рублей, т. е. фактически реализует выпуск по цене 99.98% (bid price), потеряв на операции 4000 руб. Являясь держателем этого выпуска облигаций, инвестор получает купонный доход, составляющий за один день 1589 рублей. (10 млн руб./365 дней * 5.8%). Чтобы вышеописанная процедура купли-продажи облигации не была для инвестора убыточной, он не должен продавать выпуск как минимум в течение трех дней. Таким образом, минимальный экономически обоснованный спред между котировками на покупку и продажу при наличии комиссии ММВБ в 0.02% составляет 99.98–100.02. При этом в каждой сделке на рынке присутствует и спекулятивная составляющая (цель любого инвестора — получить прибыль от инвестиций), т. е. реальный минимальный спред будет составлять уже 99.96–100.04.

Теперь допустим, что какой-либо другой инвестор, располагающий временно свободными денежными средствами, решает размещать свои средства в ОФЗ или выдать короткий кредит на денежном рынке под 3.0%. С первого взгляда покупка ОФЗ (доходность — 6.09%) выглядит более предпочтительной инвестицией. Себестоимость этой операции для инвестора, скорее всего, составит около 12 б.п., и чтобы заработать больше, чем на денежном рынке, инвестору придется находиться в позиции почти две недели. За этот период ставки денежного рынка могут вырасти, а котировки ОФЗ — снизиться. Проанализировав все сопутствующие риски, инвестор скорее предпочтет разместить свободные средства на денежном рынке. Таким образом, средства, вращающиеся на денежном рынке, фактически вытесняются с рынка го-

сблригаций. Инвесторы не заинтересованы в частом совершении сделок с государственными облигациями, что существенно ограничивает ликвидность таких инструментов.

Отметим, что низкий уровень комиссий при осуществлении операций с базовыми активами — повсеместная международная практика. Как правило, совокупная стоимость входа и выхода на рынке гособлигаций не превышает одного тика изменения цены выпуска. Такой подход позволяет дилерам выставлять котировки с минимально возможными спредами. Кроме того, по нашему мнению, нелогично варьировать комиссию в зависимости от сроков обращения ценных бумаг и привилегированное положение ОБР нам кажется неоправданным. Целесообразным представляется снижение комиссии по всему спектру ОФЗ до уровня, установленного при торговле краткосрочными ОБР.

ПОТЕНЦИАЛ СПРОСА НА ОФЗ

Основными участниками рынка гособлигаций являются банки. Их доля может быть оценена на уровне 60–70%. Рыночная доля государственной управляющей компании (ГУК), по нашим оценкам, составляет около 20–30%. Присутствие других управляющих и страховых компаний, а также иных инвесторов увеличивается, но их доля по-прежнему невысока. Потенциал увеличения спроса на ОФЗ со стороны ГУК ограничен в связи с введением в 2005 году специального инструмента, предназначенного для инвестиций накопительной части трудовой пенсии — государственных сберегательных облигаций. Вместе с тем, мы полагаем, что ресурс для увеличения спроса со стороны банков на рыночные гособлигации существует. Довольно консервативный подход позволяет оценить потенциальную дополнительную емкость рынка ОФЗ на уровне 200 млрд руб. В наших расчетах мы предположили, что оптимальный уровень ставок денежного рынка составляет около 3–4% (MOSIBOR). Рост ставок выше 4.0% начинает способствовать обострению ситуации с ликвидностью. В случае падения ставок ниже 3.0% рынок начинает функционировать в условиях избыточной рублевой ликвидности. В период с 1 апреля по 1 мая 2006 года средний уровень ставки MOSIBOR составил 3.88%.

За этот же период средний уровень остатков на корсчетах и депозитах коммерческих банков в Банке России составил 327.25 млрд руб. и 89.78 млрд руб. соответственно. В период с 1 июня по 1 сентября 2006 года наблюдался период избыточной рублевой ликвидности: в эти сроки средняя ставка MOSIBOR составила 2.35%, а средние остатки на корсчетах и депозитах коммерческих банков в Банке России выросли до 372.74 млрд руб. и 225.54 млрд руб. соответственно. Исходя из этих оценок, можно предположить, что объем дополнительных денег, который мог бы быть инвестирован в ОФЗ, составляет приблизительно 200 млрд руб. Если же предположить отсутствие параллельных эмиссий ОБР, то эту оценку можно увеличить еще в 1.5 раза. Но, повторимся, для столь существенного увеличения заимствований без риска резкого роста процентных ставок необходимо наделить ОФЗ качествами инструмента денежного рынка.

ИНСТИТУТ ПЕРВИЧНЫХ ДИЛЕРОВ

Одним из ключевых шагов дальнейшего развития инфраструктуры рынка государственных заимствований могло бы стать учреждение института первичных дилеров. Отметим, что практика осуществления денежно-кредитной и заемной политики с использованием первичных дилеров за последние десятилетия хорошо себя зарекомендовала в большинстве развитых стран.

Основными функциями первичных дилеров могли бы стать:

- обязательное участие в аукционах ОФЗ, проводимых Минфином России. Это обеспечило бы полную синдикацию предлагаемого выпуска облигаций;
- поддержание вторичного рынка ОФЗ путем выставления наилучших двусторонних котировок по всем обращающимся на рынке выпускам ОФЗ (market maker function). При этом возможно введение условия поддержания первичным дилером определенной минимальной доли торгового оборота на вторичном рынке ОФЗ (например, при установлении ее на уровне 1–2% от общего оборота ОФЗ на вторичном рынке);
- Обеспечение Минфина России оперативной информацией по рынку ОФЗ, подготовка регулярных рыночных комментариев.

Польза введения такого института для Минфина очевидна. Во-первых, институт первичных дилеров является своего рода страховкой, гарантирующей размещение госбумаг на аукционе в полном объеме по существующим рыночным ставкам даже в периоды неблагоприятной рыночной конъюнктуры. Во-вторых, первичные дилеры, выступая посредниками между Минфином России и конечными инвесторами, обеспечивают максимально широкое распределение государственных облигаций среди участников рынка, что в конечном итоге способствует поддержанию ликвидности ОФЗ на высоком уровне. В-третьих, оперативная рыночная информация, предоставляемая первичными дилерами, позволяет Минфину лучше чувствовать ситуацию на рынке и оперативно реагировать на ее изменение.

Финансовые институты, отбираемые для выполнения функций первичного дилера, должны будут удовлетворять определенным критериям (например, объем активов, размер капитала, уровень кредитного рейтинга, доля на вторичном рынке гособлигаций, наличие широкой клиентской базы и т. д.). При этом в дальнейшем предполагается, что Минфин — возможно, совместно с Банком России — будет осуществлять надзор за отобранными дилерами.

Какое количество дилеров достаточно для эффективного обеспечения возлагаемых на них задач? Мировая практика показывает, что число таких финансовых институтов должно составлять не менее 15. Федеральная резервная США, например, осуществляет свои операции через 22 первичных дилеров. На наш взгляд, в нынешних условиях на российском рынке функционировать достаточно количество сильных финансовых институтов, способных выполнять функции первичных дилеров. Оптимальным количеством дилеров для качественного проведения денежно-кредитной и заемной политики, на наш взгляд, является 20 банков и инвестиционных компаний. Учитывая, что средний объем аукциона ОФЗ составляет около 10 млрд руб., каждый первичный дилер должен будет обеспечить приобретение ОФЗ в объеме 500 млн руб., или 5% от размещаемого объема облигаций.

Как мы уже отметили, первичные дилеры должны принимать на себя безусловное обязательство выкупа всего объема облигаций, предлагаемого на аукционе по сложившимся на момент аукциона рыночным ставкам. Кроме того, первичные дилеры, занимая крупные позиции в ОФЗ, в большей степени по сравнению с обычными дилерами несут на себе риски возможных потерь от неблагоприятной динамики котировок на фоне ухудшения рыночной конъюнктуры. В этой связи логично задаться вопросом: какова компенсация за принятие первичным дилером крупного рыночного риска? С общественной точки зрения, роль первичного дилера весьма почетна и придает финансовому институту, способствующему решению важной государственной задачи, существенный политический вес. Кроме того, эксклюзивные полномочия покупателя крупных объемов государственных облигаций на аукционе также предоставляют первичному дилеру преимущества по сравнению с обычным инвестором. Вместе с тем, такие преимущества, на наш взгляд, являются все же недостаточной компенсацией за принимаемый риск. В качестве одного из стимулов можно было бы продумать введение выплаты комиссий за участие в синдикате при размещении государственных облигаций. Такая практика также распространена в ряде развитых стран, например, в Японии.

Однако, на наш взгляд, весомым аргументом для участия в системе первичных дилеров для финансовых институтов могло бы стать предоставление Минфином возможности рефинансировать свои позиции под залог определенного набора ценных бумаг по гарантированной ставке. Уровень ставки мог бы быть определен исходя из прогноза равновесной рыночной ставки овернайт. В нынешних условиях, по нашим оценкам, она бы могла составить около 4.0%. Осуществлять такое финансирование Минфин мог бы за счет регулярно скапливающихся на его казначейских счетах неизрасходованных бюджетных средств. Объем свободных остатков на счетах казначейства Минфина можно приблизительно оценить путем вычитания из объемов финансирования кассовых бюджетных расходов. Например, в 2006 году средний разрыв между

финансированием и кассовым исполнением бюджета составлял около 450 млрд руб. По нашим оценкам, гораздо меньших остатков средств на счетах казначейства Минфина достаточно для предоставления услуги рефинансирования первичных дилеров. Так, в 2005–2006 гг. даже в периоды существенных осложнений ситуации с ликвидностью и высокими ставками на денежном рынке максимальные объемы рефинансирования банков через инструмент прямого РЕПО Банка России не превышали 120 млрд руб. При этом в отличие от выплат комиссий, схема стимулирования первичных дилеров через предоставление возможности рефинансирования не будет затратной для Минфина, а напротив, принесет дополнительный доход.

РАЗВИТИЕ РЫНКА ФЬЮЧЕРСОВ НА ОФЗ

Еще одним важнейшим направлением дальнейшего развития рынка государственных долговых инструментов является развитие производных инструментов на ОФЗ. К такого рода инструментам мы относим фьючерсные и форвардные контракты, опционы, свопы, рынок стрипов. Как показывает мировая практика, рост объемов операций с производными инструментами способствует увеличению торговых операций и с базовыми активами.

В настоящее время в России отсутствует ставка денежного рынка, изменяющаяся в течение дня. Существующие кривые денежных ставок MOSPRIME и MOSIBOR отражают ситуацию на денежном рынке только по состоянию на начало дня. Единственными меняющимися внутри дня рыночными ставками являются ставки по ОФЗ. Однако специфика расчетов по ОФЗ предполагает возможность только покупки процентного риска (т.е. открытие длинной позиции по ОФЗ с определенным сроком до погашения в расчете на снижение процентной ставки). Вместе с тем отсутствует возможность продажи процентного риска, т.е. невозможно застраховаться от роста процентных ставок. Отсутствие такой возможности является существенным недостатком рынка ОФЗ и ограничивает его ликвидность. Совершенствование рынка ОФЗ с этой точки зрения возможно по двум взаимодополняющим направлениям.

Во-первых, необходимо изменить порядок расчетов по ОФЗ таким образом, чтобы сделать возможным «короткую продажу» долгового инструмента, т.е. предоставить возможность застраховаться от роста процентных ставок. На практике это означает стимулирование расчетов T+N. Стимулирование возможно как через пониженные комиссии биржи, так и через предание рынку T+N большей ликвидности через обязательства первичных дилеров по поддержке котировок.

Во-вторых, возможность застраховаться от процентного риска появится с развитием рынка фьючерсов на ОФЗ. Стандартизованные фьючерсные контракты позволяют заключать сделки по поставке ценных бумаг в определенный день в будущем по фиксированной цене. Такие контракты торгуются на фьючерсной бирже и являются гораздо более распространенным вариантом хеджирования процентного риска. Однако развитию фьючерсного рынка ОФЗ мешают правила расчетов сделок по ОФЗ. В текущих условиях ликвидными могут стать только те фьючерсы, которые предусматривают физическую поставку актива, т.е. ОФЗ (беспоставочные фьючерсы до недавнего времени трактовались российским законодательством как сделки пари). Расчеты разрешены только через торговую систему ММВБ (т.е. исключена возможность DVP-сделок). Правила же ММВБ предусматривают «коридор» отклонения цены сделок от средневзвешенной цены за день. Это может привести к тому, что поставка по фьючерсным контрактам, заключенным, скажем, за 2 месяца до соответствующей даты, может не произойти, если за этот период котировки выпуска изменились таким образом, что поставочная цена (которая была рыночной на момент заключения сделки по фьючерсам) не попадает в указанный «коридор». Правило «коридора» было введено достаточно давно как мера, обеспечивающая рыночный характер сделок по ОФЗ. Введение такой меры было позитивным, с нашей точки зрения, событием и полностью себя оправдало. Однако, по нашему мнению, эта мера с развитием рынка изжила себя и теперь скорее тормозит развитие рынка ОФЗ, чем защищает его. ©



Мнение

Михаил Галкин,
директор отдела
анализа рынка облигаций,
«МДМ-Банк»

Предложения о развитии рынка деривативов и повышении ликвидности госбумаг за счет снижения комиссий мне кажутся безусловно разумными. Это было бы действительно полезно для рынка.

Менее очевидной мне кажется предпосылка, на которой основано предложение о введении института первичных дилеров. Она состоит в том, что все дополнительное финансирование дефицита нефтегазового бюджета Минфин будет осуществлять исключительно за счет размещения ОФЗ на внутреннем рынке. На мой взгляд, Минфину разумнее было бы обратиться к более широкой аудитории инвесторов, разместив рублевые облигации в более привычной иностранцам инфраструктуре Euroclear/Clearstream.

Подобные выпуски, получившие пока название «рублевых еврооблигаций», уже успешно разместили некоторые российские эмитенты. Непреодолимых препятствий для того, чтобы такие выпуски размещал Минфин, нет. По сути, такие облигации не отличались бы от ОФЗ. Минфину не пришлось бы менять валюту заимствований — ею по-прежнему оставался бы российский рубль, т.е. это был бы внутренний долг без валютного риска. Однако купить его могли бы не только российские участники и нерезиденты, уже «вошедшие» в локальную инфраструктуру, но и те, кто пока по тем или иным техническим причинам не может приобретать российские облигации, торгующиеся на ММВБ. Это избавило бы Минфин от проблемы «сохранения устойчивости» локального рынка ОФЗ и платы за ее решение.

Учитывая, что спрос на российский суверенный риск в мире огромен, а скромные объемы нового предложения доступны только в локальной инфраструктуре, я полагаю, что размещение Минфином выпуска рублевых еврооблигаций, скажем, на 100–150 млрд руб. за один-два дня было бы вполне реалистично. При этом уверен, что с точки зрения процентной ставки

Минфин получил бы ощутимую экономию — об этом свидетельствует наличие положительного спреда между классическими рублевыми облигациями и «рублевыми еврооблигациями» одних и тех же эмитентов.

Спорным моментом является система стимулирования первичных дилеров. В качестве вознаграждения за гарантированный андеррайтинг и поддержание котировок ОФЗ предлагается обеспечить первичным дилерам доступ к РЕПО от Минфина по некоей «привилегированной» ставке. При этом в качестве возможного источника средств предлагается использовать остатки на счетах федерального казначейства. На мой взгляд, эта идея опасна по двум причинам. Во-первых, предложенный механизм непрозрачен, т.к. потенциально речь может идти о слишком значительном преимуществе, которое первичные дилеры получают по сравнению с другими участниками рынка, а также об искажении рыночных сигналов (стоимость рефинансирования ОФЗ является ключевым фактором, влияющим на их доходность). Во-вторых, в случае наделения такой функцией Минфин стал бы еще одним источником дополнительной ликвидности для банковской системы, дублируя в этой роли Центробанк и фактически мешая ему осуществлять денежно-кредитную политику.

Более прозрачной системой вознаграждения первичных дилеров могли бы стать фиксированные комиссии. Возражение о том, что в «схеме с РЕПО» Минфин не только не тратился бы на комиссии, но и зарабатывал бы деньги, на мой взгляд, звучит странно. У правительства и Минфина не может быть «коммерческих» целей. Очевидно, что если бы такие критерии, как прибыльность, были применимы к Минфину, то вся концепция изъятия нефтяных сверхдоходов из текущего потребления и их размещения в суперконсервативные активы для «будущих поколений» с одновременным финансированием дефицита под доходность 6–7% выглядела бы абсурдно.



Мнение

Александр Чумаченко,

заместитель председателя Комитета государственных заимствований города Москвы

с января 1998 года по июнь 2005 года работал в Министерстве финансов Российской Федерации, с 2004 года по 2005 год — заместитель директора департамента международных финансовых отношений, государственного долга и государственных финансовых активов

▶ **В 2006 году наконец-то был запущен такой инструмент, как ГСО. Однако первые итоги не очень впечатляют: по оценкам экспертов, большая часть бумаг уходит в ПФР, аукционное размещение в апреле было признано несостоявшимся. Как вы смотрите на итоги запуска ГСО? Стоило ли вообще это делать?**

К сожалению, запуск ГСО затянулся на несколько лет. В процессе рассмотрения подготовленных Минфином России Генеральных условий эмиссии и обращения ГСО Правительство России приняло решение исключить возможность выпуска этих облигаций с «инфляционным» купоном. В результате интерес со стороны рыночных участников к ГСО резко уменьшился еще в период подготовки документов. Кроме того, «рыночные» участники, имеющие право приобретения ГСО — страховые организации, частные управляющие компании — имеют возможность размещать свои средства в достаточно широкий круг ликвидных инструментов с сопоставимой или большей доходностью.

Сказанное подтверждается достаточно низким интересом к ГСО на аукционах: в 2006 году на единственном аукционе было размещено менее 50% объявленных к размещению облигаций (и это при значительной переподписке на аукционах по ОФЗ), в 2007 году аукцион вообще был признан несостоявшимся. Поэтому возможность удачного размещения ГСО на аукционах для частных компаний сегодня оценивают с очень большим скепсисом.

Однако ГСО не такой бесполезный инструмент, как может показаться. Принятие закона об инвестировании пенсионных накоплений несколько лет назад привело к тому, что значительный объем этих средств начал размещаться одной (государственной) управляющей компанией на рынке государственных федеральных облигаций. При этом объем пенсионных средств, подлежащих инвестированию, составлял около трети от ежегодного размещения рублевых облигаций Минфином России. Существовала реальная угроза резкого падения ликвидности (к сожалению, и так не очень высокой)

рынка ОФЗ за счет «монополизации» рынка несколькими крупными участниками, которые придерживаются весьма консервативной стратегии («купил и держу до погашения»).

ГСО фактически стали инструментом, «оттягивающим» пенсионные накопления с рынка ОФЗ. Государственная управляющая компания получила инструмент, удовлетворяющий ее по сроку, с сопоставимой с ОФЗ доходностью, а на рынке ОФЗ большая доля облигаций сегодня приобретает рыночными участниками. Такая схема разделения рынка государственных ценных бумаг на рыночный долг и долг для инвестирования государственных средств с их последующим использованием в рамках социальных государственных проектов (в частности, выплат пенсий) не является российским изобретением. Примером такой модели государственного долга являются США. Сегодня государственный долг США составляет около 8.8 трлн долларов, в том числе на рыночный долг приходится около 5 трлн долларов, а на «нерыночный» долг, ориентированный в основном на размещение государственных средств, — около 3.8 трлн долларов или около 43% от всего объема долга.

Поэтому ГСО заняли свое место среди государственных облигаций, и их роль сегодня заключается в инвестировании государственных пенсионных средств. При этом мы сейчас не обсуждаем эффективность существующей схемы инвестирования пенсионных накоплений. Как долго будет сохраняться такая роль ГСО, будет зависеть от существующих схем инвестирования пенсионных накоплений: станет более либеральным механизм размещения пенсионных накоплений — снизится потребность в ГСО, сохранятся существующие механизмы — потребность в ГСО будет расти.

▶ **Ликвидность рынка госбумаг остается низкой, заметно ниже ликвидности корпоративного сегмента и субфедеральных бумаг. Что можно предпринять для повышения ликвидности ОФЗ? Как вы оцениваете существование «эталонных» выпусков**

и планы по введению ограничений на долю одного инвестора в выпуске?

Вторичный рынок федеральных облигаций сегодня можно назвать «слабым звеном». Темпы роста объема торгов на вторичном рынке ОФЗ существенно отстают от темпов роста по первичному размещению федеральных облигаций и операциям РЕПО с этими облигациями. Показатель оборачиваемости рынка ОФЗ значительно уступает аналогичным показателям других сегментов долгового рынка. В условиях значительного роста рублевого предложения объем размещения долговых инструментов на рублевом рынке, особенно качественных, невелик. Поэтому, приобретая бумаги, инвесторы сегодня не спешат с ними расставаться, не имея, как правило, проблем с текущей ликвидностью и при этом имея целый набор инструментов для рефинансирования.

Минфин предпринял определенные шаги по развитию первичного рынка ОФЗ, и это положительно сказалось на вторичном рынке. Появились крупные эталонные выпуски облигаций со сроками обращения 3, 5, 10, 15 и 30 лет, что, безусловно, является положительным моментом. При этом значительно возрос объем отдельных выпусков: около 40 млрд руб. — для среднесрочных инструментов, 60–90 млрд руб. — для долгосрочных облигаций. В ближайшей перспективе возможно говорить об объемах в 50–55 млрд руб. для трех-пятилетних инструментов и 120–150 млрд руб. — для облигаций на 10–30 лет с амортизационной схемой погашения. Уже третий год подряд Минфин объявляет годовые планы аукционов и жестко придерживается их. Уровень доходности близок к показателям доходности долговых инструментов первого эшелона и отражает текущую ситуацию на рынке.

Одним из способов дальнейшего повышения ликвидности может стать размещение облигаций среди более широкого круга инвесторов за счет введения ограничения на долю одного инвестора, приобретающего ценные бумаги на аукционах. О возможности такого ограничения говорят давно. Однако такое решение требует четкого понимания, что

средства финансовых институтов распределены между ними неравномерно, а значит, вводя ограничения для потенциально крупных владельцев (то есть сознательно ограничивая спрос со стороны крупных участников рынка на государственные облигации) в условиях постоянного роста объемов привлечения со стороны Минфина России, можно прийти к определенному росту доходности.

Кроме того, Минфин России абсолютно не застрахован от снижения интереса к федеральным облигациям в случае ухудшения ситуации с бюджетом или изменения положения дел в денежно-кредитной сфере, а ликвидность выпусков будет в течение их «жизни» снижаться за счет «оседания» облигаций в портфелях тех же крупных консервативных инвесторов. Поэтому введение такого ограничения может в определенной мере повысить ликвидность рынка, но не приведет к каким-либо качественным изменениям на рынке в долгосрочной перспективе. Это лишь промежуточный шаг. Назрела потребность в более глубокой модернизации на рынке государственных федеральных облигаций.

► **Какие мероприятия по «глубокой модернизации» могут быть предложены?**

Если «крупными мазками», то мне представляются логичными следующие направления развития.

- 1) Решение вопроса о введении института первичных дилеров на рынке ОФЗ.
- 2) Развитие рынка производных инструментов на федеральные облигации.
- 3) Внедрение механизма размещения временно свободных средств федерального бюджета через операции РЕПО с владельцами государственных облигаций.
- 4) Объединение торгов всеми российскими облигациями, в том числе федеральными, в рамках единых правил на единых торговых площадках.

► **Вы упомянули институт первичных дилеров. На ваш взгляд, какие права должны быть у первичных дилеров, чтобы было интересно участникам?**

Очень хороший вопрос. Для того чтобы институт первичных дилеров реально заработал, нужно очень четко зафиксировать права, которыми будут наделены его представители. Именно этот момент не позволил внедрить институт первичных дилеров на рынке ОФЗ 2–3 года назад.

Тогда нам не удалось четко определить предпочтения первичных дилеров.

Что должен получить первичный дилер, который в обязательном порядке должен приобрести определенный объем федеральных облигаций на аукционе?

Попробую предложить свой перечень таких прав для первичных дилеров:

- монопольное право приобретать ОФЗ для инвесторов на аукционе, т. е. выполнять брокерские функции смогут только первичные дилеры (более жесткое ограничение — участие в аукционах только первичных дилеров);
- право осуществлять рефинансирование путем проведения с Минфином России операций РЕПО с федеральными облигациями;
- монопольное право на привлечение средств федерального бюджета в рамках размещения указанных средств на банковских депозитах (проект Бюджетного кодекса, принятый недавно, позволяет Минфину России проводить такие операции);
- фактический статус банка — контрагента Минфина России на рынке финансовых услуг.

В любом случае эта тема требует серьезного и скорого обсуждения с учетом все возрастающих аппетитов Минфина как заемщика на внутреннем рынке и необходимости создания определенной страховки для эмитента в части размещения своих ценных бумаг.

► **Инструментарий рынка госбумаг в России остается скудным: бумаги с фиксированными купонными выплатами. Как вы считаете, не следовало бы выпускать новые виды инструментов — бумаги с плавающими ставками, инфляционно-индексируемые бумаги и т. д.?**

Облигации с плавающими купонами или с индексируемым номиналом в мире существуют, но, как правило, у стран с развитым рынком госдолга доля таких инструментов незначительна. В условиях высоких темпов инфляции либо ее малой предсказуемости выпускать такие бумаги для эмитента нецелесообразно и, в какой-то мере, рискованно. При снижении показателей инфляции и росте ее предсказуемости достаточно размещения облигаций с фиксированным купоном, близким по значению к текущим значениям инфляции. Поэтому, как мне кажется, размещение такого инструмента на рынке ОФЗ сегодня неактуально. Возможно, следует вернуться к вопросу об инфляционном купоне по

государственным сберегательным облигациям (ГСО). Объем размещаемых для «рыночных» участников ГСО незначителен, поэтому риски эмитента будут минимальны, а консервативные инвесторы ГСО получают индексированный по инфляции инструмент.

По моему мнению, скудность заключается не в том, что перечень предлагаемых инвесторам видов инструментов незначителен (следует избегать излишней фрагментации рынка), а в том, что перечень операций с этими инструментами крайне узок. Ранее уже говорилось о возможных направлениях развития рынка государственных ценных бумаг. В частности, называлось развитие рынка производных инструментов и введение в практику механизма размещения Минфином временно свободных средств бюджета через операции РЕПО с владельцами федеральных облигаций. Рынок ОФЗ приближается к одному триллиону рублей, но при этом отсутствуют инструменты, позволяющие его участникам хеджировать свои процентные риски, увеличивается доля нерезидентов на этом рынке, но при этом нет валютных деривативов. Рынок должен усложняться — в хорошем смысле этого слова.

В рамках обсуждения новой редакции Бюджетного кодекса московской группой депутатов были внесены предложения относительно активного управления государственным долгом и ликвидностью, однако эти поправки не были поддержаны Минфином. В конечном итоге они так и не вошли в новый текст кодекса.

Мне кажется, что последствия такого решения — замораживание качественного развития рынка (в том числе федеральных облигаций) на ближайшие 1,5–2 года. Впереди нас ждут парламентские и президентские выборы, формирование нового федерального правительства. Поэтому следующие серьезные законодательные инициативы, касающиеся управления долгом, смогут появиться и рассматриваться не раньше середины 2008 года с возможностью их практического применения в 2009–2010 гг. При сохранении нынешней ситуации с повышенным спросом на федеральные ценные бумаги в ближайшей перспективе негативных последствий для эмитента не будет. Но в случае ухудшения ситуации с рублевой ликвидностью и/или на валютном рынке возможны негативные последствия для рынка (снижение интереса к рублевым инструментам, рост доходности). При этом программа заимствований из года в год существенно растёт. И это уже риски Минфина.



Мнение

Андрей Лифшиц,

директор департамента клиентской торговли,
ИБ «ТРАСТ»

За последние 5 лет рынок ОФЗ претерпел значительные изменения, что является следствием «переосмысления» ОФЗ как финансового инструмента. Банковский кризис 2004 года, когда система межбанковского рынка в России рухнула, заставил монетарные власти предпринимать меры по укреплению инфраструктуры денежного рынка, вводить систему гарантированного рефинансирования банковской системы — операции РЕПО с ЦБ под залог наиболее надежных инструментов (первоначально — ОФЗ). Такая перестройка рынка ОФЗ как продукта (ОФЗ стал гарантированно рефинансируемым под известную ставку инструментом) привела не только к стабилизации денежного рынка и, как следствие, банковской системы в целом, но и к огромным изменениям на рынке внутреннего госдолга. Круг потребителей такого продукта сильно расширился за счет зависимых от состояния денежного рынка инвесторов (банки, leveraged accounts), вырос спрос и, следовательно, емкость рынка, а ставка РЕПО от ЦБ (6+%) стала долгосрочным ориентиром по доходности.

Какие же меры по дальнейшему развитию ОФЗ могут быть полезны для ответа на имеющиеся или грядущие вызовы? Рассмотрим, о каких вызовах идет речь. Во-первых, переход на нефтяной бюджет приведет к более массивному предложению ОФЗ. Наверное, слишком оптимистично предполагать, что каждый год будут происходить события, создающие такую сверхликвидность, которая обеспечит поглощение рынком любого объема предложения (размещение акций Сбербанка, IPO ВТБ). Во-вторых, Центробанк все еще крайне ограничен в своих возможностях борьбы с инфляцией с помощью регулирования стоимости денег. Поднятие ставок по однодневному депозиту в ЦБ чревато массивной продажей валюты со стороны как резидентов, так и нерезидентов. В-третьих, неразвитость срочного рынка делает спот-рынок потенциально неустойчивым при любом стресс-сценарии.

Первое, на что надо обратить внимание — это разрушение барьера между денежным рынком и рынком ОФЗ. Рынки эти являются в большой степени обособленными ввиду высокой стоимости входа/

выхода на рынке ОФЗ из-за высоких биржевых комиссий и порождаемых ими спредами между ценой покупки и продажи от маркет-мейкеров. Чтобы на размещении средств на рынке ОФЗ заработать больше, чем на денежном рынке, позицию нужно держать как минимум 2–3 недели, что создает рыночный риск, достаточно некомфортный для того, чтобы придерживаться подобной стратегии. То есть комиссии ММВБ являются препятствием, не пускающим гигантскую массу средств, возвращающуюся на денежном рынке, на рынок госбумаг. По сути, тарифную политику ММВБ можно воспринимать как дискриминационную по отношению к госдолгу, так как именно со сделок с ОФЗ взимаются самые высокие комиссии. Это тем более удивительно на фоне того, что контролирующим акционером ММВБ является ЦБ, который, во-первых, являясь государственной структурой, не может быть заинтересован в дискриминации ничего государственного, во-вторых, будучи ответственным за борьбу с инфляцией, старается повысить стоимость коротких денег (неоднократно повышал ставки по однодневным депозитам). Понятно, что создание условий для свободного перетекания средств между денежным рынком и рынком ОФЗ приведет со временем к уменьшению предложения на денежном рынке и росту краткосрочных ставок. Плюс к этому соответствующий рост спроса на ОФЗ, способный, частично, компенсировать увеличение предложения в связи с вводом нефтяного бюджета. В итоге, снизив барьер для перетока денег между денежным рынком и рынком госбумаг, можно «убить двух зайцев одним выстрелом».

Думаю, у ЦБ просто «не дошли руки» до пересмотра тарифной политики ММВБ, и это дело времени. Вопрос не только в выравнивании комиссий секции госбумаг и фондовой биржи. Тарифы в секции госбумаг, на мой взгляд, должны строиться не из соображений «равенства», а из соображений обеспечения достаточной прозрачности между денежным рынком и рынком госдолга. Моя оценка справедливого уровня комиссии — 0.001–0.002 б.п. от объема, т. е. в 10–20 раз меньше текущих расценок.

Также полезным считаю создание института первичных дилеров. Во-первых, это

будет гарантировать Минфину размещение нужного объема ОФЗ. Во-вторых, это обеспечит рыночный фидбек, который, как мне кажется, был бы небезынтересен Минфину. В-третьих, этот институт будет полезен как инструмент дальнейшего совершенствования рынка.

Чем можно «мотивировать» первичных дилеров? Лично мне не нравится идея с фиксированными комиссиями, так как они не покрывают рисков первичных дилеров с одной стороны и являются затратной статьей для Минфина с другой. А вот идея о предоставлении возможности первичным дилерам рефинансировать свои позиции по рыночным ставкам напрямую в Минфине в рамках остатков на казначейских счетах мне кажется хорошей: подобное преимущество достаточно адекватно принимаемому риску, а для Минфина это статья дохода.

Дальнейшее совершенствование рынка ОФЗ мне видится в изменении сроков расчетов. Раз уж мы говорим о перетекании излишка средств денежного рынка на рынок ОФЗ, то и расчеты логично предоставлять соответствующие: T+1 и т. д. Ликвидность при подобных расчетах можно обеспечивать путем наложения обязательств на первичных дилеров котировать ОФЗ на всех интересных сроках расчета (скажем, T+0 и T+1). В перспективе, думаю, мы от T+0 отойдем, так как это очень затратная система расчетов.

Важным представляется и развитие срочного рынка. Создание ликвидного срочного рынка ведет к повышению оборотов на рынке базового актива, кроме того, инструменты срочного рынка предоставляют возможности для хеджирования. Срочный рынок дает наиболее дешевый способ открытия коротких позиций — в настоящее время короткие позиции открывать технически сложно и дорого, поэтому в массовом виде «шорта» на рынке нет. Поэтому никто не торопится ставить заявки на покупку при негативной рыночной конъюнктуре — нет страха не закрыть короткую позицию. И такую потерю ликвидности мы видим при любом заметном движении рынка вниз.

Если рассматривать другие предлагаемые или возможные идеи по развитию рынка госбумаг, то мне не нравится идея рублевых еврообондов. На мой взгляд, надо улучшать инфраструктуру своего внутреннего рынка, делать ее более удобной и более доступной для нерезидентов. Выпуск рублевых еврообондов означает «аутсорсинг» чужой инфраструктуры и является признанием своего бессилия в создании удобной инфраструктуры рынка — вряд ли это правильный путь.