Александр Овчинников,
вице-президент,
управление глобальных рынков,
ИК «Тройка Диалог»

STRIPS на внутреннем рынке госдолга

РАЗРАБОТКА НОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ НА РЫНКЕ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ ВЕЛАСЬ С МОМЕНТА ПРОВЕДЕНИЯ ПЕРВОГО АУКЦИОНА ПО РАЗМЕЩЕНИЮ КРАТКОСРОЧНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В МАЕ 1993 ГОДА. КАЧЕСТВЕННОЕ РАЗВИТИЕ РЫНКА ПРИВЕЛО К ПОЯВЛЕНИЮ В 1995 ГОДУ СРАЗУ ДВУХ НОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ — ОБЛИГАЦИЙ С ПЛАВАЮЩЕЙ СТАВКОЙ КУПОННОГО ДОХОДА (ОФЗ-ПК) И ОБЛИГАЦИЙ СБЕРЕГАТЕЛЬНОГО ЗАЙМА (ГСО). В 1996 ГОДУ ОДНОВРЕМЕННО С ПОЯВЛЕНИЕМ ПЕРВИЧНЫХ ДИЛЕРОВ БЫЛИ ВВЕДЕНЫ ОПЕРАЦИИ РЕПО, А УЖЕ В НАЧАЛЕ 1997 ГОДА РЫНОК БЫЛ ГОТОВ ПОКУПАТЬ НОВЫЙ ВИД ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ — СРЕДНЕСРОЧНЫЕ ОБЛИГАЦИИ С ФИКСИРОВАННОЙ СТАВКОЙ КУПОНА (ОФЗ-ПД). В ЯНВАРЕ 1999 ГОДА БАНК РОССИИ СТАЛ ИНИЦИАТОРОМ РАЗРАБОТКИ НОВОГО ПРОДУКТА — STRIPS, — ПОЯВЛЕНИЕ КОТОРОГО НАПОЛНИЛО БЫ РЫНОК КОРОТКИМИ ИНСТРУМЕНТАМИ БЕЗ УВЕЛИЧЕНИЯ ГОСДОЛГА И ПОЗВОЛИЛО БЫ СНИЗИТЬ СУЩЕСТВОВАВШИЕ НА ТОТ МОМЕНТ РИСКИ ИНВЕСТОРОВ.

Однако улучшение конъюнктуры сырьевых рынков и отсутствие четких целей для использования ресурсов внутреннего долгового рынка не создавали предпосылок для дальнейшей модернизации сегмента государственных ценных бумаг, постепенно ухудшая его качественные характеристики. Накопленные проблемы проявились наиболее остро с развитием кризисных явлений в конце 2007 – начале 2008 гг. и в дальнейшем, в конце 2008 г.

МОДЕЛЬ РАЗВИТИЯ ВНУТРЕННЕГО ДОЛГОВОГО РЫНКА В 1999–2008 ГГ.

Укрепление экономики России и стабилизация курса национальной валюты в 1999–2000 гг. привлекали на внутренний финансовый рынок значительные капиталы, которые ЦБ РФ удавалось стерилизовать через бюджет и золотовалютные резервы. Приток средств обеспечивал низкий уровень краткосрочных процентных ставок кредитного рынка в 2.0–3.5%.

Номинальное укрепление рубля стимулировало спрос на активы, обращавшиеся на внутреннем долговом рынке, а фактор высокой положительной разницы между рублевыми и долларовыми ставками привел к ускоренному падению доходности облигаций. Уже к середине 2002 года реальная доходность государственных ценных бумаг достигла нулевого уровня, а к концу года стала отрицательной.

За последние несколько лет внутренний долговой рынок окончательно сформировался в виде «модели роста», не предусматривающей ни стабилизацию цен, ни тем более их падение. Периоды стабилизации динамики ставок и доходности долговых инструментов стали восприниматься инвесторами как «застой и стагнация». Гособлигации представляли интерес только в рамках ожиданий от Минфина премий на аукционах по доходности к вторичному рынку.

На фоне падения реальных ставок в отрицательную область в отсутствие инструментов хеджирования рисков рынок государственных облигаций, полностью утратив качество ликвидности, не смог стать надежным инструментом для защиты капиталов в период развития мирового финансового кризиса в 2008 г.

Завершившийся к началу весны 2009 г. процесс deleverage, а также усилия правительств и центральных банков стабилизировали финансовые рынки. Политика ослабления доллара, наводнение кредитных рынков колоссальными денежными вливаниями, а также программа нулевых процентных ставок ФРС США подогрели аппетит к риску. Лопнувший в конце 2008 г. пузырь был вновь раздут, а риск в виде многократного leverage — вновь увеличен.

Как локальные, так и международные инвесторы, частично вернувшиеся в 2009 г. на внутренний долговой рынок, в значительной степени понимая искусственную природу происходящего, сфокусировались на инструментах с наименьшим уровнем кредитного риска — государственных облигациях. Расстановка сил на внутреннем рынке изменилась до неузнаваемости: некогда неликвидный рынок ОФЗ приобрел качество наивысшей ликвидности, в то время как сегмент корпоративных и региональных облигаций оказался несколько в тени.

В выигрыше оказались все — и агрессивные спекулянты, и консервативные инвесторы, и эмитент. Ажиотажный спрос позволял финансовым властям ежемесячно увеличивать объемы заимствований в рамках плана на 2009 г., а их стоимость для бюджета постоянно снижалась. При превышении спроса над предложением в 2.5–5.5 раза Минфин устанавливал на аукционах доходность на 20–35 б.п. ниже уровней вторичного рынка. Доходность размещенных в начале июля пятилетних облигаций упала к концу октября на 440 б.п., достигнув 7.69%. Только за последние четыре месяца Минфин разместил государственных облигаций на сумму более 310 млрд руб., то есть около 77% от всех привлеченных в 2009 году средств.

СОХРАНЯЮЩИЕСЯ РИСКИ

Несмотря на столь впечатляющие успехи последних месяцев, старые проблемы и риски рынка государственных облигаций остались нерешенными. Модель рынка, развивавшегося в последние годы по экстенсивному пути, не может быть положена в основу дальнейшей стратегии и долговой политики государства.

С достаточно высокой долей вероятности можно предполагать, что как минимум год-два основная тяжесть решения задач финансирования инфраструктурных и социальных проектов будет оставаться на плечах государства. В то же время, сохраняющиеся риски ухудшения внешнеэкономической конъюнктуры, консервативные прогнозы в отношении притока капитала в РФ, а также ожидания роста стоимости привлечения заемных средств на международных рынках капитала в 2010–2011 гг. сужают возможности для маневра, стимулируя Минфин к использованию ресурсов внутреннего рынка.

В то же время, низкий уровень развития рынка в сочетании с политикой слабого рубля (для поддержания экономики и доходов национальных экспортеров) значительно снижают привлекательность инвестиций в инструменты, номинированные в рублях, что может негативно повлиять на планы заимствований государства в 2010–2012 гг.

Прогнозы Банка России, отмечающего риски роста инфляции во втором полугодии 2010 г., ограничивают перспективы фактора снижения процентных ставок, так привлекающего инвесторов на долговой рынок сегодня. Как уже отмечалось, интерес к нему и ликвидность государственных ценных бумаг формируются только в периоды снижения процентных ставок и исчезают, как только они стабилизируются.

Решить ключевые проблемы привлекательности и ликвидности рынка государственных облигаций можно, используя многолетний опыт США, европейских и азиатских стран.

STRIPS: ИНСТРУМЕНТ ПОВЫШЕНИЯ ЛИКВИДНОСТИ РЫНКА ГОСОБЛИГАЦИЙ

Не углубляясь в историю возникновения инструмента (что было не раз весьма детально описано автором на страницах специализированных российских изданий в 1994–2000 гг.), отметим лишь, что, начавшись в 70-х годах в США с физического процесса отделения купонов от бумажных сертификатов облигаций и просуществовав какое-то время в виде производных инструментов (CATS, TIGRs, LIONs), идея была окончательно оформлена Казначейством США, представившим в феврале 1985 г. программу разделения платежей — STRIPS (Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities):

- возможность обмена разрешенных (eligible) выпусков казначейских обязательств на пакет бескупонных бумаг, сроки и суммы погашения которых полностью соответствуют срокам и объемам купонных платежей «родительских» облигаций;
- бескупонные облигации, полученные в результате разделения, обращаются в дальнейшем на рынке независимо друг от друга;
- инвестор в любой момент времени может обменять непогашенные бескупонные бумаги на полноценные купонные облигации.

Успешный опыт США стимулировал другие страны к внедрению STRIPS на своих национальных рынках. В 1987 году разделение платежей купонных облигаций было инициировано Канадой. Первой страной в Европе, начавшей процесс разделения платежей, стала Франция

Таблица 1. Распространение и глубина использования программы STRIPS

Страна	Начало операций стриппинга	Облигации			
		Гос.	Агентств	Субфед./муниц.	Корп.
Австрия	окт. 1996	да			
Бельгия	окт. 1992	да			
Великобритания	дек. 1997	да			
Германия	1997	да			
Индия	2002	да			
Испания	июл. 1997	да			
Италия	1998	да			
Канада	янв. 1987	да	да	да	да
Нидерланды	фев 1993	да			
Новая Зеландия	н/д	да			
США	фев. 1985	да	да		
Франция	июн. 1991	да			
Южная Африка	янв. 2002	да			
Япония	янв. 2003	да			

Источник: ИК «Тройка Диалог»

Таблица 2. Преимущества использования программы STRIPS

Государство	Инвесторы
Повысит привлекательность и ликвидность рынка ГЦБ; создаст условия для формирования капиталоемкого внутреннего рынка, отвечающего требованиям финансового центра. Сформирует репрезентативные ставки различной срочности. Не увеличивая объема государственного долга, увеличит число обращающихся на рынке инструментов, в том числе для целей залоговых операций. Не укорачивая дюрацию долга, наполнит рынок инструментами различной срочности, в том числе самыми короткими. Не увеличивая стоимость заимствований для бюджета, в случае необходимости позволит воспользоваться ресурсами капиталоемкого внутреннего рынка.	Эффективный инструмент управления средне- и долгосрочным портфелем. Индивидуальные денежные потоки для: • страховых компаний; • пенсионных фондов. Высококонкурентные рыночные условия на кривой доходности гособлигаций привлекут активных участников рынка, способствуя: • увеличению ликвидности базовых ОФЗ; • снижению возможностей спекулянтов влиять на процесс формирования стоимости кредита. Создаст ориентир стоимости кредита для корпоративных заемщиков.

(1991 г.), вслед за которой последовали Бельгия, Нидерланды, Австрия, Германия, Великобритания, Испания и Италия. Среди европейских стран наиболее развитые рынки имеют Франция и Испания. Позже подобные операции начали ЮАР, Индия и Япония.

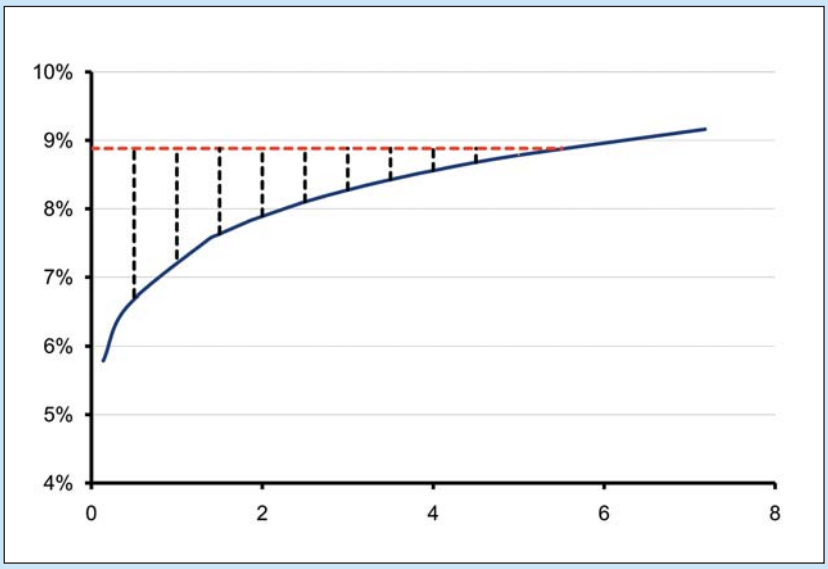
Государства, разработавшие и запустившие на своих национальных рынках программу разделения платежей, были заинтересованы в главном качестве STRIPS — повышении ликвидности сегменте государственных облигаций, а соответственно, и его привлекательности для широкого круга инвесторов.

Высококонкурентные рыночные условия на кривой доходности возникают в результате разницы в стоимости купонной облигации и пакета бескупонных облигаций. Так, если ценообразование купонной облигации осуществляется, исходя из доходности к погашению, являющейся единой ставкой дисконтирования всех платежей вне зависимости от срока их осуществления, то в результате разделения образовавшиеся бескупонные бумаги справедливо оцениваются в соответствии с текущими ставками спот.

Наличие обратной операции — реконституции — позволяет воссоединить купонную облигацию, естественным образом устранив образовавшуюся на кривой доходности арбитражную возможность (График 1).

Подобные возможности являются потенциальной основой для привлечения широкого круга инвесторов, обеспечивая ликвидность рынка и емкую базу для заимствований государства даже в периоды стабилизации динамики процентных ставок.

График 1. Кривая доходности и оценка доходности к погашению ОФЗ



Таким образом, цели и задачи развития STRIPS на внутреннем рынке государственных ценных бумаг РФ можно сформулировать в следующем виде:

- Повышение ликвидности внутреннего рынка государственных ценных бумаг РФ и привлечение широкого круга инвесторов с целью обеспечения его высокого уровня ликвидности даже в периоды стабилизации динамики процентных ставок.
- Создание капиталоемкого и ликвидного внутреннего рынка ценных бумаг, обладающего высокими качественными и количественными характеристиками.
- Капиталоемкий и ликвидный внутренний рынок позволит государству в случае необходимости использовать его ресурсы без ущерба для стабильности и без увеличения стоимости займов для бюджета.
- Обеспечение репрезентативности процентных ставок по безрисковым инструментам различной срочности, служащих ориентиром стоимости для корпоративных и региональных заемщиков.
- Развитый внутренний долговой рынок позволит крупнейшим российским корпорациям уменьшить объем внешнего долга, а также степень зависимости от внешней конъюнктуры; исключить фактор валютного риска.

Решение ключевых аспектов налогообложения и ряда инфраструктурных вопросов в 2010 году позволит запустить программу разделения платежей государственных облигаций. Являясь уникальной для российского рынка, программа призвана создать инструменты, востребованные в любое время, и привлечь на рынок инвесторов, обладающих разнообразными потребностями в сфере управления рисками и формирования инвестиционных портфелей.