Александр Кудрин,
аналитик по долговым бумагам ИК «Тройка Диалог»

Валютная либерализация и рынок рублевых облигаций

Одним из наиболее важных событий в финансовой жизни страны в 2006 г. безусловно стоит признать решение властей страны снять все ограничения на капитальные операции нерезидентов с 1 июля 2006 г. Благодаря этому иностранные инвесторы получили возможность без ограничений покупать рублевые долговые обязательства, что позволяет в значительной степени стимулировать приток средств иностранных инвесторов. Однако объем потенциального спроса будет напрямую зависеть от рыночной ситуации как на рублевом сегменте, так и на мировом рынке капитала.

ИСТОРИЯ ВОПРОСА

Нынешняя редакция Закона «О валютном регулировании и валютном контроле» наделяет денежные власти правом регулировать движение капитала путем резервирования части средств, ввозимых в Россию или вывозимых из нее. ЦБ широко пользовался этим правом с 2004 года, но при этом делал некоторые шаги к либерализации валютного рынка. Во-первых, норматив обязательной продажи валютной выручки постепенно снижался и весной 2006 г. был упразднен. Во-вторых, ставка обязательного резервирования при капитальных операциях также постепенно сокращалась. Наконец обязательное резервирование было отменено вовсе, причем с 1 июля нынешнего года, а не с 1 января следующего, как предполагалось ранее.

Либерализация валютного рынка в долгосрочной перспективе повлияет на многие сектора российской экономики, но больше всего, по-видимому, на рынок рублевых облигаций, в первую очередь государственных. После финансового кризиса 1998 г. денежные власти строго контролировали приток капитала на рынок долговых обязательств. И если на рынке корпоративных облигаций уже действуют довольно свободные «правила игры», то регулирование рынка государственных бумаг до недавних пор оставалось довольно жестким.

С 1999 по 2004 г. нерезидентам вообще не разрешалось приводить новые средства на рынок ОФЗ. С введением нового режима счетов типа «С» они получили допуск на этот рынок, но часть инвестируемых ими средств должна была резервироваться в ЦБ на 12 месяцев. Сначала норматив резервирования был установлен на уровне 20% от общего объема вложений (3% для инвестиций в корпоративные и муниципальные облигации). В 2005–2006 гг. он был снижен сначала до 15%, а затем до 7.5% (для корпоративных и муниципальных облигаций — соответственно до 2% и 1%). Для счетов типа «О» действовали менее жесткие нормативы резервирования (табл. 1):

Таблица 1. Нормы резервирования

Счета	Периоды			
	с 2004 г.	с февраля 2005 г.	с 1 мая 2006 г.	с 1 июля 2006 г.
Тип «С» (инвестиции в государственные облигации), %	20	15	7,5	0
Тип «О» (инвестиции в негосударственные облигации), %	3	2	1	0

Источник: ЦБ РФ

Иностранные инвесторы по-прежнему с большой осторожностью относятся к российским финансовым рынкам, и многие заранее исключали для себя возможность работы на рынке ОФЗ, пока на нем действуют указанные нормативы резервирования. Поэтому после отмены с 1 июля этого года всех ограничений предпочтения западных игроков стали смещаться в пользу рынка государственных облигаций.

По нашим оценкам, доля иностранного капитала на рынке корпоративных и муниципальных бумаг составляет около 15%, а на рынке ОФЗ — всего 5% даже с учетом инвестиций зарегистрированных в России дочерних предприятий иностранных банков (рис. 1). Однако после либерализации рынка мы ожидаем, что до конца 2007 г. эти показатели выравняются — главным образом благодаря притоку иностранного капитала на рынок ОФЗ.

НОВЫЕ РЕАЛИИ РЫНКА ОФЗ

Готовы ли денежные власти к возможному притоку капитала? Министерство финансов предпринимает ряд важных мер по развитию инфраструктуры рынка государственных облигаций, благодаря чему ОФЗ смогут фактически вернуть себе статус бенчмарка рынка, утраченный ими в 1998 году:

- С 2004 года проводятся регулярные размещения эталонных облигационных выпусков согласно графику аукционов, публикуемому в январе на год вперед.
- На ММВБ введен в действие режим переговорных сделок — аналог внебиржевых торгов акциями.
- Начат выпуск ГСО — государственных сберегательных облигаций, с целью «изолировать» от рынка отдельных крупных инвесторов — Пенсионный Фонд России (ПФР) и Государственную управляющую компанию (ГУК).
- Планируется ввести ограничения на долю одного инвестора в выпусках ОФЗ.

Напомним, что в течение долгого времени статус эталона на рынке принадлежал долговым обязательствам Москвы. Однако сокращение объема заимствований этим эмитентом в совокупности с валютной либерализацией способствовали повышению статуса ОФЗ, что выразилось, в частности, в увеличении спреда между облигациями Москвы и ОФЗ (рис. 2).

На рынке вызывает беспокойство возможная реакция властей на повышение процентных ставок, главным образом — опасность искусственного ограничения доходности ОФЗ, например путем интервенций со стороны «дружественных» инвесторов или отмены аукционов. Чтобы рынок ОФЗ стал по-настоящему рыночным, государство должно в принципе отказаться от подобных мер. Еще летом казалось, что Минфину скоро представится возможность пройти это испытание. Процентные ставки в мире повышались, что делало весьма вероятным рост доходности и на рублевом рынке облигаций. Однако осенью эта тенденция сменилась на противоположную, и доходности по долговым обязательствам в мире снова стали снижаться. Последнее обстоятельство дает основание полагать, что столь необходимое «испытание» для Минфина откладывается на неопределенный срок.

Другие же распространенные опасения инвесторов кажутся нам преувеличенными. Например, участников рынка ОФЗ тревожит якобы доминирующее положение на нем Сбербанка и альянса Государственной Управляющей Компании и Пенсионного Фонда. Между тем доля первого вот уже несколько лет неуклонно снижается,

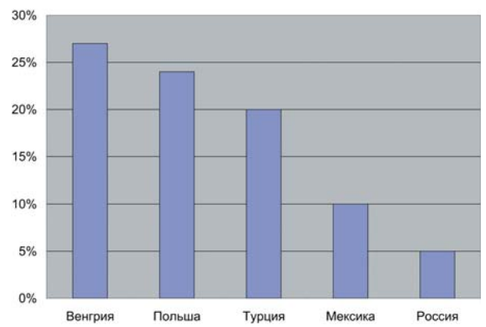

Рис. 1. Доля иностранных инвесторов на рынке государственных облигаций, номинированных в национальной валюте

Источник: МВФ, «Тройка Диалог»

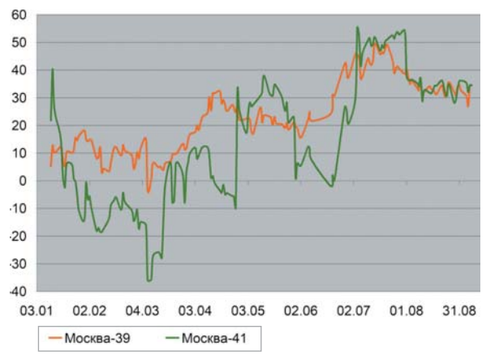

Рис. 2. Спред облигаций Москвы к бескупонной кривой доходности ОФЗ в 2006 г.

Источник: «Тройка Диалог»

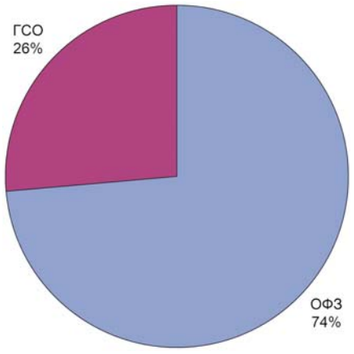

Рис. 3. Структура рынка госбумаг в 2007 г.

Источник: Минфин

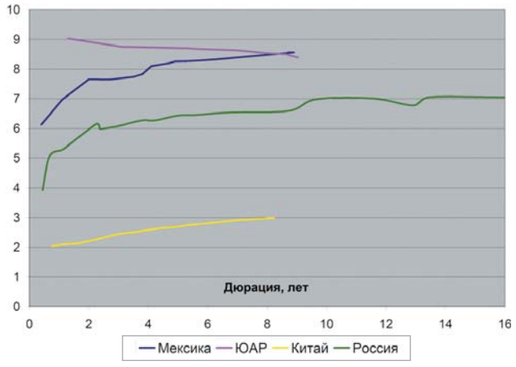

Рис. 4. Доходность государственных облигаций России, ЮАР, Китая и Мексики (% годовых)

Источник: Bloomberg

а значительная часть вложений второго вскоре, по-видимому, будет переведена в ГСО, на долю которых в 2007 г. придется более четверти госзаймов (рис. 3). Боятся инвесторы и того, что при нынешнем профиците бюджета и ограниченных заимствованиях Минфин не сумеет удовлетворить спрос иностранцев на ОФЗ. Однако здесь на помощь министерству может прийти ЦБ, который владеет облигациями на сумму приблизительно 300 млрд руб. и, на наш взгляд, без сожаления расстанется с ними.

ПРИДУТ ЛИ СРЕДСТВА ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТОРОВ НА РЫНОК?

Еще раз хотелось бы подчеркнуть важность либерализации рынка ОФЗ с точки зрения привлечения иностранных инвесторов. Действительно, при первом знакомстве с тем или иным рынком долговых обязательств, номинированных в местных валютах, международные игроки обращают внимание на так называемые «безрисковые» бумаги, роль которых, как правило, играют государственные облигации. Более того, существует достаточно широкая группа инвесторов, которая вкладывает средства исключительно в такие бумаги. Именно поэтому снятие ограничений на капитальные операции нерезидентов должно способствовать притоку средств иностранных инвесторов в сегмент ОФЗ. Принимая во внимание консервативность большинства крупных международных игроков, мы полагаем, что они будут готовы к выходу на рынок рублевых облигаций лишь в первой половине 2007 г.

Однако не стоит полагать, что новый капитал хлынет на российский рынок только из-за того, что правительство отменило указанные ограничения. Необходимо, чтобы и рыночная ситуация благоприятствовала этому. Например, если сравнить номинальные процентные ставки по локальным гособлигациям России, Мексики и ЮАР, то оказывается, что рублевые бумаги заметно проигрывают своим аналогам (рис. 4). Более того, если принять во внимание показатели инфляции и рассмотреть реальную доходность этих облигаций, то картина получается и вовсе удручающей (табл. 2). Тем не менее, у российского рынка остаются свои «козыри». В первую очередь это ожидания укрепления рубля. Большинство инвесторов полагают, что эта тенденция будет доминировать и в 2007 г., и, соответственно, можно рассчитывать на получение дополнительного дохода от инвестирования в рублевые облигации за счет благоприятного изменения обменного курса. По всей видимости, именно этот фактор будет играть наиболее значимую роль в процессе принятия решений иностранными инвесторами.

Таблица 2

Страна	Рейтинг S&P (иностр. вал./ местн. вал.)	Доходность годовых гособлигаций в местной валюте, % годовых	ИПЦ 2006*	«Реальная» доходность, % годовых
Мексика	BBB/A	7,0	3,5	3,5
Россия	BBB+/A-	5,3	9,4	-4,1
ЮАР	BBB+/A	9,0	4,6	4,4
Китай	A/A	2,1	1,5	0,6

Источник: МВФ, «Тройка Диалог», Bloomberg, прогнозы для России — «Тройка Диалог»