Александр Щербаков,
заместитель директора департамента международных финансовых отношений, государственного долга и государственных активов Министерства финансов Российской Федерации

Ставку биржевой комиссии по госбумагам пора снижать

По международным стандартам внутренний рынок госбумаг в России достаточно мал, его размер составляет порядка 4.5% ВВП. Недавно опубликованная долговая стратегия на 2008–2010 гг. хотя и предусматривает существенный рост внутреннего рынка, все равно очень консервативна. Не стоит ли занимать активнее?

Долговая стратегия РФ на 2008–2010 годы предусматривает существенный рост государственных заимствований. В 2010 году объем заимствований увеличится более чем в два раза по сравнению с объемом, заложенным в бюджете 2007 года. Планируемый рост заимствований связан с тем, что мы переходим к концепции дефицитного ненефтегазового бюджета, и объемы заимствований будут направляться на покрытие части этого ненефтегазового дефицита.

Но все равно объем российского рынка госбумаг в разы и даже на порядок меньше, чем в большинстве стран...

Но у нас рынок государственных долговых обязательств стал развиваться сравнительно недавно по сравнению с другими странами. Он растет — с перепадами, но растет, у него довольно активная динамика. Эта динамика была несколько замедлена в последние два года в связи с тем, что у нас была другая бюджетная концепция — был профицитный бюджет. А по действующему законодательству при профицитном бюджете мы можем заимствовать только с целью погашения долговых обязательств. Мы наращивали внутренний рынок за счет того, что замещали внешние заимствования внутренними. Шло замещение долга, менялась его структура: если раньше в общем объеме государственного долга 80% составлял внешний долг, то в текущем году на внешний долг придется уже менее 50% общего объема. В последующие годы тенденция увеличения доли внутреннего долга сохранится. Мы были ограничены тем, что не было дефицита бюджета, сейчас он появляется, и объемы заимствований сразу увеличиваются.

Как вы сейчас оцениваете структуру инвесторов в госбумаги? Какова доля нерезидентов? Какова доля Сбербанка, ПФР?

Я не могу назвать конкретные цифры, например, доля Сбербанка — это его коммерческая тайна. Могу сказать только одно: в последние три года доля Сбербанка на рынке ОФЗ уменьшилась существенно, практически в два раза. Сбербанк диверсифицировал свой портфель ценных бумаг. Доля Пенсионного фонда РФ остается примерно на одном уровне.

Насколько изменилась доля нерезидентов среди инвесторов в госбумаги после полной либерализации рубля летом прошлого года?

Доля нерезидентов сейчас растет довольно активными темпами.

А можно назвать конкретные объемы инвестиций в госбумаги названных групп инвесторов или хотя бы порядок этих цифр?

Я могу сказать только, что объем вложений Сбербанка снизился, но банк по-прежнему остается одним из самых крупных игроков на этом рынке, что обусловлено объективными причинами.

В прошлом году наконец-то был запущен такой инструмент, как ГСО. Как вы оцениваете итоги прошедших размещений? Кроме ВЭБа, еще инвесторы реально есть?

ГСО — это инструмент для пассивных инвесторов, задача которых состоит в том, чтобы вложиться в бумагу и держать ее до погашения, получая купон. Круг инвесторов в ГСО очерчен условиями эмиссии: это государственная управляющая компания (ВЭБ), частные управляющие компании (управляющие пенсионными накоплениями), Пенсионный фонд РФ, негосударственные пенсионные фонды, страховые компании. Другое дело, что пока практически весь объем ГСО находится у государственной управляющей компании (ВЭБ), но уже есть инвесторы (кроме ВЭБа), которые вложились в эти бумаги, хотя их пока немного. ГСО — это, все-таки, новый инструмент. В прошлом году у нас были встречи с потенциальными инвесторами в ГСО, и мы увидели, что теоретически спрос на эти бумаги есть. Люди присматриваются к этому инструменту, мы им объясняем, что это за бумаги. Тем, кто хочет вкладываться в ГСО, нужно либо открывать счет депо в спецдепозитарии Сбербанка, либо делать специальный раздел на существующем счете депо в Сбербанке. На данный момент есть несколько юридических лиц, которые заключили подобный договор со Сбербанком как с нашим агентом, но пока их мало.

ГСО — «палка о двух концах». С одной стороны, понятно желание сделать «торгуемый» сегмент более ликвидным, уведя с него инвесторов buy-and-hold (прежде всего, пенсионные деньги). С другой стороны, это фрагментация и без того маленького рынка, что может негативно влиять на ликвидность. Как вы к этому относитесь?

Мы считаем, что мы как раз сделали полезную вещь для торгуемого рынка ОФЗ: львиная доля средств пассивных инвесторов ушла в сектор ГСО, а на рынке ОФЗ существенно увеличились обороты. Поэтому мы как раз считаем, что данная фрагментация пошла на пользу рынку ГСО, причем это не только наш, но и зарубежный опыт: так, например, в США для пассивных инвесторов (пенсионных фондов и им подобных) также существует специализированный инструмент.

Единственное аукционное размещение ГСО, проведенное в декабре 2006 года, по мнению многих участников рынка, оказалось провальным (спрос составил всего 415 млн руб. при объеме выпуска в 1 млрд руб.). С чем вы это связываете?

Мы не считаем этот аукцион неудачным. Он был бы неудачным, если бы мы вынуждены были признать его несостоявшимся. Мы разместили по рыночным ценам 40% от объявленного объема бумаг и считаем, что для первого аукциона это нормальный результат.

В дальнейшем аукционы по размещению ГСО будут применяться? Сначала планировалось провести следующий аукцион в феврале, теперь называется апрель.

В апреле мы планируем провести первый в 2007 году аукцион по продаже ГСО объемом 1 млрд рублей, сейчас готовятся документы по проведению этого аукциона (аукцион был проведен 12 апреля, но признан несостоявшимся — *прим. Cbonds Review*). В целом в 2007 году мы планируем предложить на аукционах ГСО объемом до 10 млрд рублей. Аукционы будут проводиться либо каждый месяц, либо один раз в два месяца, возможно, объемы предложения на последующих аукционах будут больше 1 млрд рублей.

Инструмент ГСО задумывался как защищающий от инфляции. В реальности это обычная бумага с фиксированными купонными ставками. Между тем, во многих странах есть успешный опыт по размещению действительно инфляционно-индексируемых облигаций, купонная ставка по которым зависит от актуального темпа инфляции. Нет ли планов по внедрению такого инструмента в России?

Когда ГСО задумывались как инструмент (в 2002–2003 гг.), планировалось, что у него будет плавающая ставка, привязанная к инфляции. Тогда предполагался более жестко ограниченный круг инвесторов в эти бумаги и не предусматривался выпуск ГСО в больших объемах. Когда мы расширили круг инвесторов и, соответственно, объемы, мы ушли от плавающей ставки купона, т. к. плавающая ставка ведет к неопределенности при планировании, и перешли к фиксированной ставке купона, чтобы минимизировать риски по обслуживанию выпуска. Но мы все равно стремимся к тому, чтобы ставка, хоть и фиксированная, не была слишком маленькой. Да, текущая ставка купона ниже инфляции, но мы ожидаем, что в последующие годы инфляция будет снижаться, и купон будет не ниже инфляции.

В долгосрочной перспективе планов по внедрению инструментов с плавающей ставкой у нас нет. Круг выпускаемых инструментов уже определен долговой политикой, и мы пока не планируем размещать новые инструменты. В долговой стратегии написано, что мы будем размещать ОФЗ с фиксированной и постоянной ставкой, то же самое касается и ГСО.

Несмотря на выпуск ГСО как способ увода с рынка ОФЗ пассивных инвесторов, ликвидность рынка ОФЗ остается очень низкой, его оборачиваемость в разы меньше, чем у рынка корпоративных облигаций. Что-то планируете делать в плане повышения ликвидности?

Рассматривается вопрос по введению института первичных дилеров. Судя по высказываниям участников рынка, это приведет к повышению ликвидности рынка.

Но вопрос о введении института первичных дилеров поднимается и обсуждается с завидной регулярностью. Когда планируется перейти от слов к делу? Что это даст рынку?

Принятие соответствующих документов планируется в текущем году, чтобы сам институт первичных дилеров заработал со следующего года. Сейчас идет работа

в этом направлении, мы активно контактируем с Национальной фондовой ассоциацией (НФА), с Банком России. При введении данного института важно соблюсти баланс между правами и обязанностями первичных дилеров, который можно выработать только в ходе довольно широкого обсуждения, иначе это будет мертворожденный ребенок. Чтобы эта идея была реализована и активно внедрялась, мы должны ее активно обсуждать с участниками рынка.

А вы могли бы конкретизировать, какие именно права и обязанности получат первичные дилеры?

О том, какие именно права получат первичные дилеры, говорить пока преждевременно, сейчас этот вопрос находится в стадии проработки, но думаю, что к июлю-августу 2007 года ситуация прояснится.

Одна из возможных причин низкой ликвидности рынка ОФЗ — высокая биржевая комиссия ММВБ (0.02% по бумагам сроком больше 200 дней). Понятно, что Минфин напрямую не может влиять на биржу, с другой стороны, рычаги влияния все же должны быть. Вы не пробовали обсуждать этот вопрос с ММВБ?

Напрямую мы не можем повлиять на биржу, потому что ММВБ — это самостоятельное юридическое лицо, которое нам не подчиняется. Но этот вопрос обсуждается, и мнение Минфина совпадает с мнением участников рынка — ставку биржевой комиссии по госбумагам пора снижать. Мы придерживаемся мнения, что уменьшение комиссии увеличит ликвидность.

А что по этому поводу думает ММВБ?

Ничего определенного сказать не могу. Насколько мне известно, ММВБ сейчас просчитывает различные варианты снижения ставки. Надеюсь, что в недалеком будущем — возможно, уже в этом году — мы увидим снижение ставки комиссии.

На сколько нужно снизить комиссию?

С ММВБ мы это пока не обсуждали – предстоит встреча с биржей, на которой мы планируем изложить свое мнение. Нам кажется, что ставка биржевой комиссии по госбумагам, по крайней мере, не должна превышать ставки по корпоративным бумагам.

А если ММВБ не пойдет на уступки, может быть, стоит увести рынок госбумаг с этой биржи? Рынок госбумаг — рынок крупных инвесторов, которым не нужна биржа, поэтому в большинстве стран рынок внебиржевой. Стоит ли сохранять монополию ММВБ в России?

В России рынок госбумаг — только биржевой, это без вариантов. Существует устоявшаяся инфраструктура, при изменении которой мы получим больше издержек, чем выгод.

Вы назвали три меры по повышению ликвидности рынка госбумаг — ведение института первичных дилеров, увод пассивных инвесторов в ГСО, возможное снижение ставки биржевой комиссии. Еще какие-то меры по повышению ликвидности планируются?

Мы работаем над тем, чтобы повышать ликвидность, все понимают, что это надо делать. Сейчас мы делаем т. н. «базовые выпуски», которые формируют кривую доходности, со сроками 3, 5, 10, 15 и 30 лет. Одновременно с введением института первичных дилеров мы перейдем от базовых к «эталонным» выпускам, у которых будет ограничение на долю владения одним инвестором в течение того периода, пока этот выпуск считается эталонным. Задача первичных дилеров будет в том числе заключаться в поддержании ликвидности эталонных выпусков — соответственно, это будет способствовать повышению ликвидности рынка ГСО.

Если раньше срок в 30 лет фактически считался максимальным периодом обращения гособлигаций, то сейчас ряд стран удлиняет эту кривую до 50 лет. Собирается ли Россия выпускать бумаги такой срочности?

Нет, не собирается, так как российским законодательством (Бюджетным кодексом РФ) определен максимальный срок обращения государственных ценных бумаг — это 30 лет.

Но законодательство можно изменить...

Пока мы не предполагаем его менять. Мы только недавно запустили 30-летнюю бумагу, а необходимости выпускать более длинные инструменты пока не видим. Но я думаю, что и по истечении этих трех лет мы не будем менять долговую политику и удлинять сроки. Да и мировой опыт показывает, что оптимальный предельный срок обращения государственных долговых обязательств составляет 30 лет, а остальное — это уже исключения. Конечно, нет предела совершенству: например, в Англии есть несколько бессрочных выпусков, но это не является общепринятой практикой, и мы не предполагаем выпуска таких бумаг.

Сейчас активно развивается сегмент еврооблигаций, номинированных в рублях. Этот инструмент активно осваивают российские заемщики (в том числе государственные ВТБ и Газпромбанк), а также иностранные банки. Нет ли у Минфина планов размещать такие бумаги?

На данном этапе планов размещения номинированных в рублях еврооблигаций у государства нет, но мы присматриваемся к этому инструменту.