Кудрин выбрал золотую середину

Государственная долговая политика оказалась ни консервативной, ни амбициозной

Канр Лиджиев

После обнародования долговой политики Минфина РФ на ближайшие три года — а она подразумевает увеличение объема рынка государственных бумаг почти в два раза — многие участники рынка с некоторыми опасениями восприняли планы ведомства. По мнению ряда экспертов, запланированные темпы роста заимствований достаточно амбициозны, и они могут негативно сказаться на рынке негосударственных облигаций. На наш взгляд, запланированное увеличение объема рынка государственных бумаг, наоборот, будет позитивным фактором для развития рынка облигаций в целом. Более того, мы считаем, что программа Минфина РФ могла бы быть и более амбициозной...

После кризиса 1998 года рынок государственных бумаг оправился только к 2002 году. С этого момента наблюдается неуклонный рост объема рынка ГКО-ОФЗ (здесь, упоминая о различных параметрах рынка государственных бумаг, мы всегда будем понимать «рыночную» долю рынка). До 2004 года государственный сегмент долгового рынка увеличивался достаточно быстрыми темпами, но на фоне высоких бюджетных доходов в 2005 и 2006 гг. рост рынка начал замедляться.

В результате отношение объема рынка государственных бумаг к ВВП перестало расти, и по итогам 2006 г. показало тенденцию к снижению. Здесь стоит отметить, что по мировым стандартам объем российского внутреннего рынка госбумаг остается очень низким — не превышает уровня 3.5% ВВП, что на порядок ниже, чем в большинстве других стран. В стратегии развития рынка государственных бумаг на ближайшие три года заложено, что общий государственный долг России будет ограничен сверху 9% ВВП. Это означает, что внутренний рынок госбумаг в ближайшую трехлетку будет колебаться в диапазоне 4–6% ВВП.

Столь консервативная политика Минфина РФ в области управления госдолгом привела к тому, что по итогам 2006 г. в структуре публичного долга на внутреннем рынке государственные бумаги уступили первенство бурно растущему рынку корпоративных облигаций. За прошлый год объем рынка корпоративных облигаций вырос на 87%: с 481.262 млрд руб. на начало года до 901.837 млрд руб. на конец года.

Кроме планового ежегодного увеличения объема рынка государственных бумаг в посткризисный период Минфин РФ практически ничем не отличился. Более того, достаточно длительный период времени рынок госбумаг находился «в тени» стремительно развивающегося рынка негосударственных бумаг. Только в 2006 г. госбумаги вернули себе статус бенчмарка рынка рублевых облигаций, с которым все остальное время прекрасно справлялись облигации Москвы. При этом, на наш взгляд, главными причинами этой рокировки являются не изменения в секторе госбумаг, а снижение активности Москвы на рынке облигаций.

Одной из основных проблем рынка государственных бумаг остается низкая ликвидность. Ежемесячные объемы вторичных торгов гособлигациями остаются почти на одном уровне. С учетом того, что в абсолютном вы-

Рис. 1. Динамика объема рынка ГКО-ОФЗ в 1999–2006 гг. в сравнении со смежными сегментами рынка, млрд руб.

Источники: CBONDS, ЦБ РФ

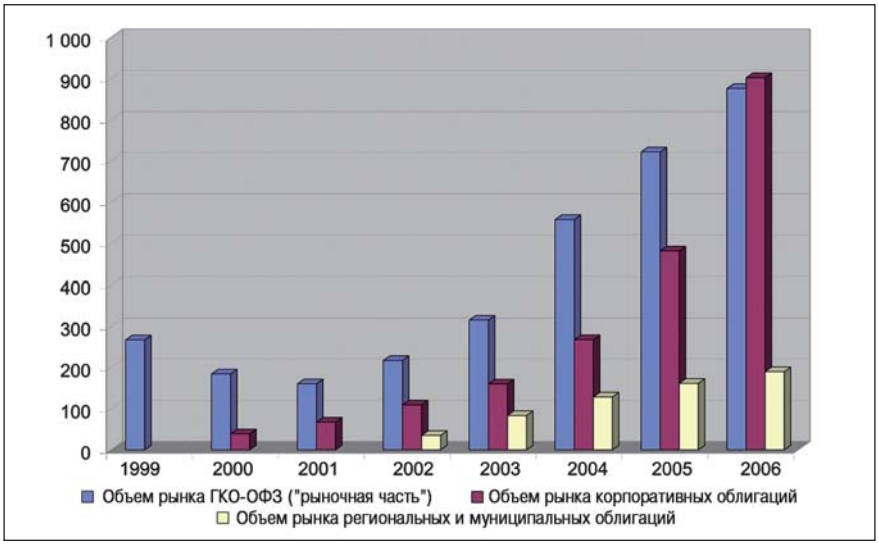


Рис. 2. Темп прироста рынка ГКО-ОФЗ в 2002–2006 гг.
Источники: ЦБ РФ, расчеты CBONDS

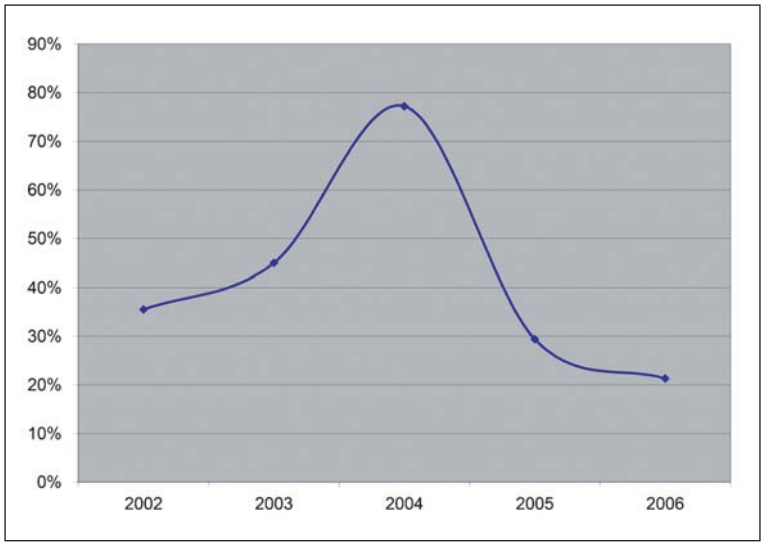


Рис. 3. Отношение объема рынка госбумаг к ВВП в 2002–2006 гг.
Источники: Госкомстат РФ, ЦБ РФ, расчеты CBONDS

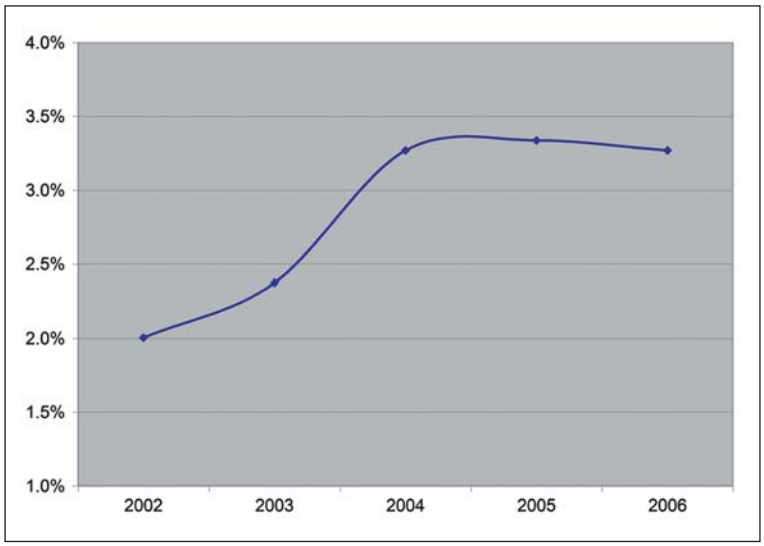
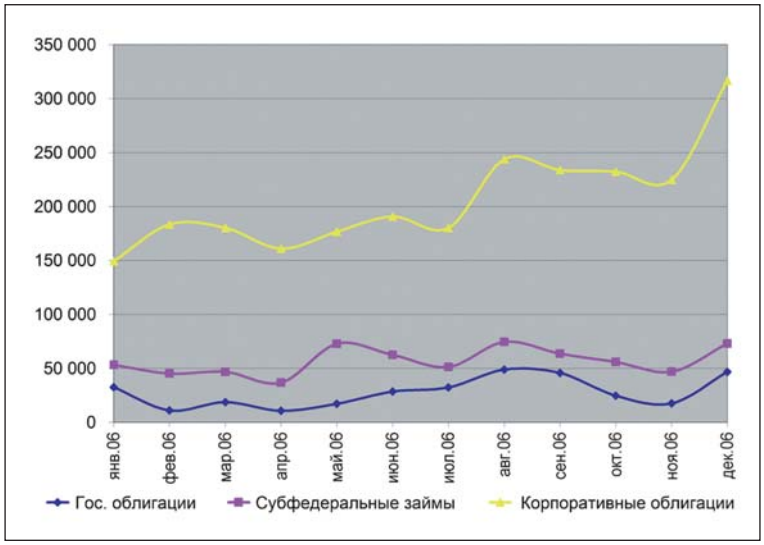


Рис. 4. Динамика месячного объема вторичного оборота госбумаг в сравнении со смежными рынками в 2006 году, млн руб.
Источники: CBONDS, ЦБ РФ



ражении объем рынка растет, это говорит о снижении ликвидности рынка государственных бумаг. Плюс к этому, рынок госбумаг является самым низколиквидным среди сегментов рынка облигаций как в абсолютном, так и в относительном выражении. С 2002 г. на внутреннем рынке государственных бумаг наблюдается снижение доходности и увеличение дюрации рыночного портфеля ценных бумаг. В 2007 г. индикатор доходности госбумаг упал ниже уровня 7% годовых, а дюрация рыночного портфеля ЦБ РФ превысила уровень 2000 дней (около 5.6 лет).

Стоит отметить, что в целом отрицательные реальные процентные ставки являются отличительной чертой рублевого рынка облигаций. Причина кроется в доминировании банков в структуре инвесторов на внутреннем рынке. На фоне наблюдаемой высокой рублевой ликвидности активность банков на рынке облигаций находится также на высоком уровне, и на протяжении длительного периода наблюдалось снижение ставок на внутреннем рынке облигаций. Лишь в 2006 г. тенденция снижения ставок сменилась боковым трендом на всех сегментах бондового рынка.

Низкие темпы роста срочности рынка госбумаг также проистекают из дисбаланса структуры инвесторов. У российских банков короткие пассивы. Доля депозитов и вкладов сроком более трех лет очень мала: на протяжении 2006 г. она снижалась и в лучшие времена не превышала 7.3% от всего объема депозитов и вкладов. На 01.01.2007 объем депозитов и вкладов более трех лет составлял 347.344 млрд руб.

Основным поставщиком «длинных» денег на рынок госбумаг остается Пенсионный фонд — по различным экспертным оценкам, доля пенсионных денег в структуре инвесторов составляет до 20%. Доля других институциональных инвесторов невелика (суммарно не превышает 10%). Остальное приходится в основном на нерезидентов. В середине 2006 г., на полгода раньше срока, была объявлена валютная либерализация и начало перехода к конвертируемости рубля. Для внутреннего рынка это означает отмену всех норм резервирования по инвестициям в облигации нерезидентами и снятие ограничений на совершение валютных операций. Присутствие западных инвесторов на внутреннем рынке еще не так велико, но их влияние уже ощущается.

Таким образом, на внутреннем рынке госбумаг очень узкий круг инвесторов, и как следствие, низкая ликвидность.

Согласно Федеральному закону «О федеральном бюджете на 2007 год», опубликованному на официальном сайте Минфина РФ, чистый объем размещений (размещения минус погашения) на рынке государственных бумаг составит 213.524 млрд руб. Это означает, что к концу 2007 г. рынок госбумаг может превысить уровень в 1 трлн руб. и составить 1.09 трлн руб. В последующие три года Минфин РФ заложил «чистое» привлечение средств посредством выпуска ОФЗ почти на 1 трлн руб. При этом для размещения пенсионных накоплений правительство активизируется на рынке ГСО (государственные сберегательные

облигации) — «чистое» привлечение в 2007–2010 гг. составит около 430 млрд руб. Часть ГСО будет размещаться по открытой подписке, часть — по закрытой. Так, в 2007 г. в планах Минфина по открытой подписке разместить ГСО на сумму около 10 млрд руб. В круг потенциальных инвесторов в ГСО входят резиденты РФ — страховые организации, негосударственные пенсионные фонды, акционерные инвестиционные фонды, Пенсионный фонд РФ, другие государственные внебюджетные фонды РФ, управляющие компании, осуществляющие доверительное управление средствами пенсионных накоплений.

Увеличивая объем выпуска государственных бумаг, Минфин РФ рассчитывает повысить ликвидность рынка. Кроме количественного роста рынка, ведомство планирует и ряд мероприятий, которые должны привести к качественным изменениям. В частности, Минфин РФ собирается восстановить институт первичных дилеров на рынке, ограничить участие каждого инвестора в одном выпуске и перейти к торговле госбумагами и корпоративными облигациями в единой секции.

Несмотря на кажущиеся — на первый взгляд — большими планы Минфина РФ по увеличению объема и ликвидности рынка госбумаг, их недостаточно для «прорыва» в развитии внутреннего рынка госбумаг. Внутренний рынок госбумаг составляет всего 3.5% ВВП, и в перспективе ближайших четырех лет, судя по планам правительства, не превысит 4–6% ВВП. Конечно, в условиях бюджетного профицита и высоких сырьевых цен на мировых рынках правительство может вообще обойтись без заимствований. Но развитый рынок госбумаг — это не только источник средств для государственного бюджета; его роль намного важнее. Выше мы уже упомянули про то, что ОФЗ не в полной мере выполняют функции бенчмарка для внутреннего рынка. Кроме этого, относительная недоразвитость сегмента госбумаг по отношению к корпоративному сегменту может сдерживать развитие и качественные перемены последнего. На внутреннем рынке остро не хватает высоколиквидных качественных инструментов, в результате большой пласт консервативных инвесторов не может реализовать свои инвестиционные возможности. В условиях высокой денежной ликвидности многие инвесторы вынуждены повышать риски своих вложений. Как показывают последние аукционы на рынке корпоративных облигаций, уже и иностранные инвесторы, демонстрирующие хороший аппетит на качественные российские активы, в условиях дефицита последних начали «прощупывать» более высокорисковые активы. Все это закладывает под рынок «мину», которая может дестабилизировать ситуацию на внутреннем рынке.

Внутренний рынок госбумаг нуждается в активном развитии, но, по всей видимости, в Минфине РФ еще живы воспоминания о кризисе 1998 г., когда внутренний долг достигал временами 40% ВВП. Поэтому планы по увеличению рынка, на первый взгляд кажущиеся амбициозными, на самом деле довольно консервативны и недостаточны для придания рынку новой динамики. ©

Рис. 5. Оборачиваемость (месячный оборот/объем в обращении) рынка госбумаг в сравнении со смежными рынками в 2006 г.

Источники: CBONDS, ЦБ РФ

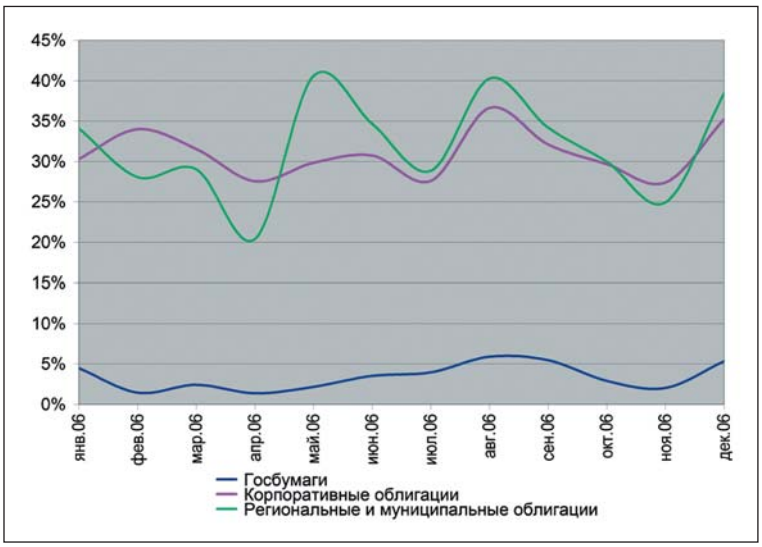


Рис. 6. Индикатор доходности и дюрация портфеля госбумаг ЦБ РФ

Источник: ЦБ РФ

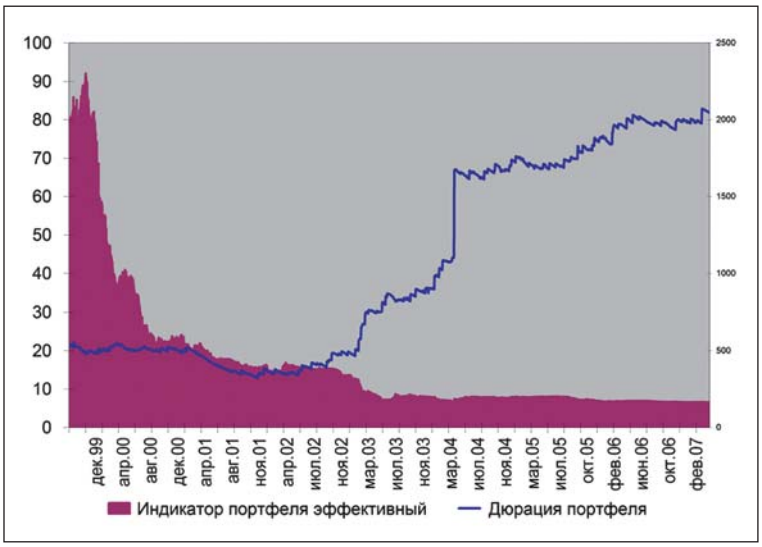
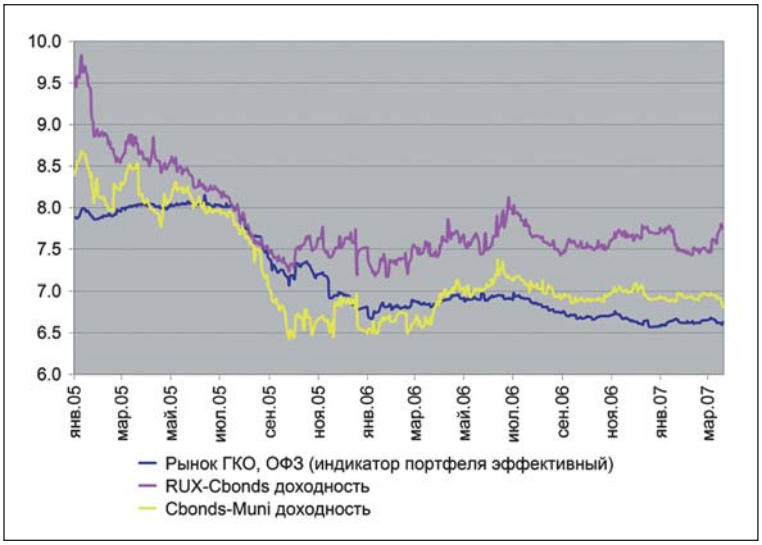


Рис. 7. Доходности основных сегментов рынка облигаций

Источники: CBONDS, ЦБ РФ