Игорь Марич,
заместитель директора департамента государственных ценных бумаг и инструментов денежного рынка, начальник Управления денежного рынка, ММВБ

Тезис о низкой ликвидности рынка ГЦБ нельзя считать справедливым

Какова сейчас структура инвесторов на рынке государственных ценных бумаг, и какие основные сдвиги в этой структуре произошли за последний год?

Данные о структуре владельцев облигаций может предоставить только депозитарий, в котором учитываются бумаги. В случае с госбумагами такой информацией обладает также НДЦ, выполняющий функции головного депозитария по таким инструментам и, с учетом особенностей депозитарной системы рынка ГЦБ, имеющий доступ к информации субдепозитариев. Мы, обособляя в торговой системе ценные бумаги инвесторов, опираемся на данные НДЦ, который исходит из описания инвестора, предоставленного дилером-субдепозитарием. И только опираясь на данные НДЦ, мы можем судить о торговой активности тех или иных категорий участников рынка.

По итогам 1 квартала 2007 г. доля собственных операций дилеров в общем обороте рынка составила: по операциям на аукционах по размещению ОФЗ — 59.5% (в 1 квартале 2006 г. — 81.1%), а на вторичном рынке — 54.2% (56.9% годом ранее). В остальных операциях, проведенных за счет инвесторов, доля нерезидентов составила: на аукционах — 0.4% (в 1 квартале 2006 г. — менее 0.01%), на вторичных торгах — 8.6% (0.01% годом ранее). При этом речь идет только о сделках за счет инвесторов, зарегистрированных обслуживающими их дилерами в качестве нерезидентов. Реальное присутствие на рынке денег нерезидентов очевидно больше. В то же время и продемонстрированные цифры свидетельствуют о росте активности инвесторов на рынке ГЦБ, в т. ч. нерезидентов.

В качестве одной из причин низкой ликвидности рынка госбумаг эксперты называют высокую биржевую комиссию. Рассматривает ли биржа возможность снижения комиссии по операциям с госбумагами в целях увеличения ликвидности в данном сегменте? С чем связано «неравноправие» в плане того, что комиссия по коротким бумагам (до 200 дней) существенно ниже, чем по более долгосрочным бумагам?

Во-первых, я хотел бы отметить, что тезис о низкой ликвидности рынка госбумаг достаточно спорен. Традиционно он выдвигается на основании сравнения оборотов по «негосударственным» (корпоративным, субфедеральным и муниципальным) облигациям на Фондовой бирже ММВБ и на рынке ГЦБ. Действительно, вроде бы все верно: объем торгов по негосударственным облигациям достиг по итогам первых трех месяцев текущего года 2.05 трлн руб., увеличившись по сравнению с аналогичным периодом 2006 г. более чем в 2 раза. Совокупный объем на рынке ГЦБ в первом квартале 2007 г. составил 1.576 трлн руб., а его рост по сравнению с 1 кварталом 2006 г. — 1.7 раза. Сравнение оборотов вторичного рынка негосударственных облигаций и рынка ГЦБ (без учета сделок РЕПО и размещений) дает, соответственно, следующие цифры по 1 кварталу 2007 г.: 647 млрд руб. против 142 млрд руб. (ГЦБ). Вместе с тем, стоит обратить внимание на то, что сделки по негосударственным бумагам заключались с 550 выпусками облигаций, а на рынке ГЦБ — лишь с 27 выпусками. В то же время средний объем торгов, приходящийся на один выпуск облигаций, в первом квартале 2007 г. на рынке ГЦБ достиг 5.3 млрд руб., превысив показатель по негосударственным бумагам в 4.5 раза, что говорит о более высокой ликвидности выпусков государственных облигаций.

При сравнении среднего оборота по одному выпуску на вторичных торгах за 1 квартал 2007 г. для десяти наиболее ликвидных выпусков облигаций (с наибольшими объемами вторичных торгов) среди негосударственных облигаций и на рынке ГЦБ, в состав которых на рынке ГЦБ входят практически все эталонные выпуски государственных облигаций, мы получаем очень похожие цифры: 12.2 млрд руб. для негосударственных облигаций (при разбросе значений от 8.6 до 19.1 млрд руб.) и 11.4 млрд руб. (при разбросе значений от 5.5 до 30.2 млрд руб.) для ГЦБ. В части анонимных торгов (основной режим торгов) можно констатировать, что ликвидность ведущих инструментов рынка ГЦБ значительно превышает ликвидность ведущих инструментов рынка негосударственных облигаций: средний объем

торгов, приходящийся на один инструмент, на рынке ГЦБ примерно в 3 раза выше, чем на рынке негосударственных облигаций (4.5 млрд руб. и 1.5 млрд руб.).

Таким образом, с учетом признания высокой ликвидности рынка корпоративных облигаций сегодня, тезис о низкой ликвидности рынка ГЦБ нельзя считать справедливым.

По вопросу размера комиссии и ее влияния на ликвидность рынка ГЦБ также не может быть дано однозначного ответа. Высокая комиссия или низкая — понятие относительное. В соответствии с существующей структурой комиссионных ставок ММВБ на рынке ГЦБ по коротким облигациям (со сроком до погашения менее 200 дней) она составляет 0.0001% от суммы сделки, умноженной на количество дней до погашения или оферты. Аналогичная комиссия установлена по сделкам РЕПО. По «длинным» облигациям комиссия составляет 0.02% от суммы сделки. Такой подход был выбран в целях минимизации издержек участников при торговле короткими инструментами с низкой доходностью и высокой чувствительностью к комиссии. В пересчете на годовой базис комиссия ММВБ составляет менее 0.04 % годовых, что меньше 1% существующих процентных ставок (дохода участников). При этом данные издержки также меньше основной массы комиссий, взимаемых участниками с обслуживаемых инвесторов, и комиссий брокеров внебиржевого рынка.

Наши оценки и результаты консультаций с участниками рынка ГЦБ не подтверждают мнение, что существующая комиссия ММВБ сдерживает развитие и ликвидность рынка. Результаты последнего снижения комиссии по сделкам с облигациями в основном режиме торгов на ФБ ММВБ (по итогам которого совокупная комиссия участников торгов корпоративными облигациями снизилась с 0.02% до 0.01% от суммы сделки) подтверждают, что такое снижение комиссии не приводит к росту активности участников торгов. Несмотря на это, мы считаем снижение комиссии необходимым для создания равных условий для участников рынка ГЦБ и рынка корпоративных облигаций. Решение об изменении комиссии принимает Совет Директоров ММВБ, но по правилам рынка ГЦБ все решения, касающиеся рынка, принимаются Банком России либо ММВБ по согласованию с Банком России. Поэтому мы обратились в Банк России с предложением рассмотреть возможность изменения комиссии ММВБ на рынке ГЦБ с целью ее снижения до уровня комиссии по негосударственным облигациям.

Сейчас госбумаги торгуются в отдельной секции. Возможно ли в будущем создание единой секции по торговле долговыми бумагами, что также могло бы поспособствовать увеличению торговых оборотов с ОФЗ?

Торговля ОФЗ обособленно от других облигаций проистекает из особенностей регулирования этого сегмента рынка, что связано с особой ролью госдолга в финансовой системе страны. Существующая система торговли ГЦБ в России призвана в максимальной степени удовлетворять потребности Минфина РФ при управлении госдолгом, а Банку России предоставить эффективный инструментарий реализации денежно-кредитной политики.

В существующей ситуации для участников наиболее важным является наличие возможности эффективно (в первую очередь, оперативно) перераспределять денежные средства между различными рынками, чтобы своевременно реагировать на изменение рыночной конъюнктуры. С этой целью ММВБ последовательно совершенствует механизмы ввода-вывода средств на различных рынках и перевода средств между рынками. Так, в настоящее время и на рынке ГЦБ, и на ФБ ММВБ обеспечено онлайн-взаимодействие с расчетными центрами ОРЦБ и с НДЦ для максимально оперативного довнесения денег и ценных бумаг или их вывода с рынка (в части, незадействованной в торгах). Кроме того, на рынке ГЦБ функционируют три клирингово-расчетные сессии, время проведения которых установлено в привязке к рейсам обработки платежей в Московском регионе. Это позволяет участникам использовать денежные средства, вырученные от продажи ГЦБ, с минимальной задержкой по времени. После реализации в скором времени планов ФБ ММВБ по организации прямых расчетов по сделкам («сделка за сделкой») проблемы управления денежными средствами при проведении операций с госбумагами и корпоративными облигациями будут полностью решены.

Возвращаясь к вопросу относительно возможности объединения торгов по облигациям в рамках одной секции, отмечу следующее. Для формального объединения секций нужно вносить изменения в нормативную базу рынка ГЦБ, а по большому счету — в законодательство по выпуску госбумаг и по рынку ценных бумаг. Это, очевидно, не наша прерогатива. Мы со своей стороны делаем все возможное, чтобы разделение рынков облигаций как можно меньше ощущалось участниками.

Каковы перспективы развития рынка производных на ОФЗ? Планирует ли ММВБ запускать какие-то инструменты в этом сегменте?

Рынок производных инструментов на гособлигации является одним из основных сегментов мирового рынка деривативов: в двадцатку наиболее торгуемых фьючерсных и опционных контрактов входят фьючерсы на казначейские ноты и облигации США (CBOT) и немецкие государственные ценные бумаги (EUREX). Развитый рынок производных инструментов на облигации придает дополнительный импульс развитию спот-рынка базового актива.

Имеющийся российский опыт обращения фьючерсов на облигации города Москвы сложно признать успешным. Вместе с тем, я считаю, что у деривативов на гособлигации в России есть хорошие перспективы.

Российский рынок ГЦБ за последние годы вырос и качественно, и количественно, равно как и финансовый рынок России в целом. Госбумаги заняли свое место в экономике как основной индикатор длинных процентных ставок. График заимствований, объемы основных выпусков ГЦБ, процентные деривативы (такие как фьючерсы на краткосрочную процентную ставку, процентные свопы) — все это создает предпосылки для создания рынка производных инструментов на длинную процентную ставку, в качестве которых должны выступать деривативы на гособлигации. ММВБ планирует в этом году предложить рынку такие инструменты по итогам обсуждения с участниками.

Сегодня торговля госбумагами носит чисто биржевой характер, и ММВБ является «естественным монополистом». Между тем, на большинстве развитых рынков госбумаги — внебиржевой инструмент. Есть ли преимущества у биржевой модели, и, если да, то какие?

С учетом происходящих на мировом финансовой рынке изменений (в т. ч. и в подходах к регулированию организованных рынков) уже нельзя столь однозначно говорить о внебиржевом характере того или иного сегмента рынка.

Действительно, торговля различными финансовыми инструментами, в том числе традиционно внебиржевыми, с использованием всевозможных ECN и ATS — это все еще OTC рынок или уже нет? И всегда ли очевидна граница между такими электронными торговыми системами и традиционными биржами? Для торговли государственными облигациями можно привести следующие примеры: крупнейший рынок гособлигаций стран еврозоны и ряда других стран функционирует на торговой платформе MTS; испанские гособлигации исторически обращаются в торговой системе SENAF (входит в Группу BME), а в Бразилии внутренние госбумаги торгуются в электронной системе SISBEX (относится к бирже BM&F). При этом размещение новых выпусков облигаций почти всегда осуществляется эмитентами через отобранные торговые системы.

Очевидно, что та или иная форма функционирования рынка ГЦБ зависит от «обычаев» страны. С другой стороны, все больше инструментов торгуется через электронные торговые системы, которые концентрируют ликвидность, повышают эффективность проведения операций (позволяя увеличить скорость и объемы торгов), предоставляют более качественный сервис участникам с точки зрения обслуживания клиентов, снижения операционных рисков и издержек (STP-технологии и т. п.). Примером последнего являются разнообразные возможности, предоставляемые участникам рынка РЕПО на ММВБ. В случае ММВБ все вышеперечисленные преимущества дополняются синергетическим эффектом от возможности работать на всех основных рынках в рамках единой инфраструктуры и технологий.

Вместе с тем, сейчас де-факто существует внебиржевой рынок ГЦБ, когда сделки с заранее согласованными вне биржи условиями регистрируются в торговой системе ММВБ как внесистемные сделки, и их участники используют, таким образом, биржевой клиринг и систему расчетов.

Что, на ваш взгляд, нужно предпринять, чтобы повысить ликвидность рынка госбумаг? Что планируется сделать на уровне биржи? Что вы бы посоветовали предпринять Минфину?

Как я уже отмечал ранее, ликвидность рынка ГЦБ уже сегодня нельзя считать низкой. Более того, рост оборотов в различных режимах торгов, а также увеличение числа участников рынка, совершающих сделки, свидетельствует, что рынок движется в верном направлении. В значительной степени это обусловлено ростом госзаимствований на внутреннем рынке и последовательными усилиями Минфина РФ по повышению прозрачности рынка и улучшению структуры рынка за счет создания и развития системы эталонных выпусков. Повышение прозрачности выражается в ежегодном объявлении Минфином РФ графика аукционов по размещению эталонных выпусков и строгом следовании ему в дальнейшем. В эталонных выпусках с погашением в ключевых точках кривой доходности и большими объемами бумаг в обращении концентрируется эмиссионная активность Минфина РФ и, как следствие, рыночная ликвидность.

Утвержденные планы по дальнейшему увеличению объемов внутреннего госдолга позволяют сделать вывод о дальнейшем росте ликвидности рынка ГЦБ и интереса к нему со стороны различных участников рынка и инвесторов.

ММВБ всегда помогает Минфину РФ и Банку России в работе по повышению ликвидности рынка ГЦБ, его качественному улучшению. Мы приняли непосредственное участие в реализации проекта по обслуживанию ММВБ сделок РЕПО с ГЦБ, корпоративными облигациями и акциями. Общеизвестно, что развитый рынок РЕПО содействует росту ликвидности спот-рынка. В этой связи мы планируем предложить доработки существующих технологий проведения операций РЕПО на ММВБ, чтобы сделать их еще более востребованными участниками.

Важным направлением развития рынка РЕПО является организация проведения операций РЕПО с Центральным контрагентом, специальной инфраструктурной организацией, выступающей контрагентом для всех участников таких сделок РЕПО. Институт Центрального контрагента получил распространение на многих развитых рынках РЕПО в мире. Он позволяет участникам рынка расширить бизнес по сделкам РЕПО, снизить риски, стандартизировать условия и более полно использовать неттинг. Предполагается, что на нашем рынке РЕПО функции Центрального контрагента будет выполнять Национальный Клиринговый Центр (НКЦ) — специально созданная в рамках Группы ММВБ клиринговая организация. Сейчас Банком России, НКЦ и ММВБ ведется работа по обеспечению возможности проведения операций РЕПО с Центральным контрагентом на рынке ГЦБ.

Еще одним важным направлением развития рынка ГЦБ являются СТРИПы. На сегодняшний день программы стрипования — раздельного обращения купонов и номиналов облигаций — используются в большинстве развитых стран. Одной из причин популярности программ стрипования стало то, что их введение предоставляет возможность Министерству финансов как эмитенту предложить участникам пользующиеся спросом краткосрочные финансовые инструменты без изменения политики долгосрочных заимствований и без сокращения дюрации долга. Дилерам и инвесторам стрипование позволяет размещать средства в ГЦБ с фиксированной доходностью (без риска реинвестирования), дает возможность более гибко управлять своей ликвидностью и получать дополнительную прибыль от стрипования и реконституции, расширить набор торговых стратегий. Для Банка России появление нового «короткого» сегмента рынка государственных ценных бумаг, сопровождающееся повышением активности участников рынка, означает формирование индикатора стоимости коротких денег, общее повышение ликвидности рынка государственных ценных бумаг и, как следствие, возможность более гибко осуществлять денежно-кредитную политику и управлять ликвидностью банковской системы.

Проведенные нами консультации с основными участниками рынка подтвердили их заинтересованность в вышеуказанных нововведениях, равно как и в проведении Минфином РФ операций обмена менее ликвидных выпусков ГЦБ на эталоны. Такая практика будет содействовать выведению с рынка низколиквидных выпусков ГЦБ и росту объемов и ликвидности по «лучшим» облигациям.

Мы принимаем активное участие в работе по всем направлениям развития рынка ГЦБ. Кроме того, ММВБ планирует продолжать в контакте с Банком России и участниками рынка совершенствовать технологии торгов, клиринга и расчетов на рынке ГЦБ, а также принимать все необходимые меры по уменьшению издержек участников при проведении операций с ГЦБ.