На последнем совещании в Министерстве финансов РФ у нас состоялся короткий, но очень интересный диалог с коллегами из Банка России. Мы сошлись на том, что приложенные за последние годы усилия были не напрасны, и сегодня российский рынок госбумаг разительно отличается от того, каким он был еще каких-то три года назад. Тогда никто не мог представить, что госбумаги, окончательно утратившие ликвидность и привлекательность в глазах инвесторов, вновь станут базовым активом. Сейчас кривая ОФЗ является таким же важным индикатором российского рынка, как, например, величина кредитного спреда суверенных еврооблигаций Россия-30 или пятилетний CDS.

НА ПОРОГЕ «совершеннолетия»

Александр ОВЧИННИКОВ,
вице-президент управления глобальных рынков,
ИК «Тройка Диалог»

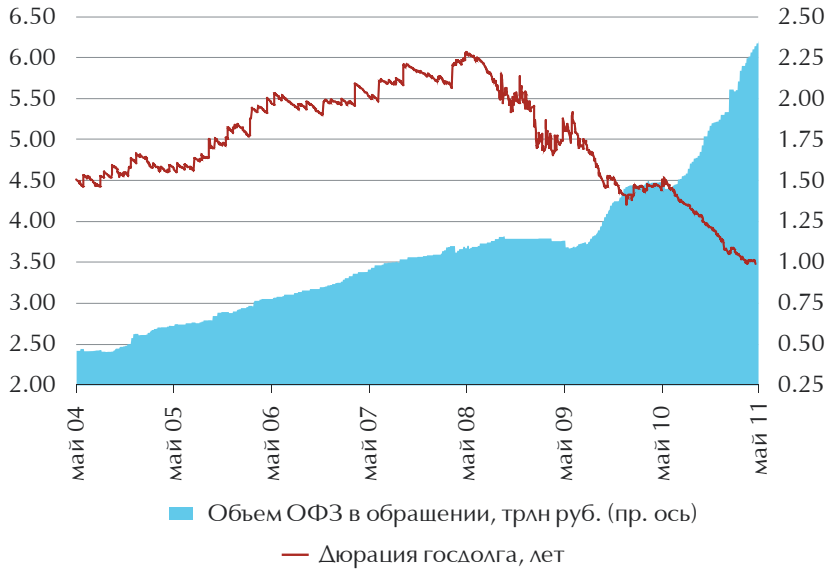
В канун своего майского «совершеннолетия»[1] рынок ОФЗ демонстрирует хорошую динамику количественных показателей и потенциал к дальнейшим качественным изменениям. В результате роста потребностей государства в привлечении средств для покрытия дефицита бюджета в посткризисные 2009–2011 годы объем государственных облигаций в обращении вырос более чем в два раза, достигнув в апреле текущего года 2.35 трлн руб. по сравнению с 1.1 трлн руб. в мае 2008 года.

Одновременно с этим все же вызывают озабоченность снижение дюрации государственного долга и неспособность Минфина в таких условиях эффективно и быстро решить проблему. Величина дюрации снизилась в настоящее время до 3.5 лет по сравнению с максимумом в 6.07 года, достигнутым в мае 2008 года.

Несмотря на избыток ликвидности на внутреннем рынке и тренд на укрепление рубля, Минфин не смог в первом квартале продать длинные облигации, предлагая в основном кратко- и среднесрочные выпуски. Во втором квартале быстрое укрепление нацвалюты, темпы которого достигли в начале апреля 9% к началу года, и падение длинных ставок валютных свопов помогли Минфину разместить на внешнем рынке семилетние рублевые еврооблигации. Только после этого государству удалось продать на внутреннем рынке семилетние ОФЗ на 44 млрд руб. и успеть до ухудшения конъюнктуры выпустить в апреле десятилетние облигации на 17.2 млрд руб.

Тем не менее, вес длинных бумаг в составе государственного долга пока остается крайне невысоким, а дюрация балансирует около 3.5 лет. Весьма показательным также является тот факт, что доходность рублевых еврооблигаций РФ на внешнем рынке, сразу после размещения ставших «чистой» мерой привлекательности рубля, оценивается на 60–75 б.п., а 21 апреля она опустилась на 90–95 б.п. ниже доходности семилетних ОФЗ на внутреннем рынке. В чем причина столь различной оценки идентичных по кредитному качеству, валюте и

[1] 18 мая 1993 года Россия провела первый аукцион по размещению государственных бескупонных облигаций.



Источники: Банк России, «Тройка Диалог»

Рисунок 1
Характеристики рынка государственных облигаций

сроку погашения бумаг? Ответ один: инфраструктурные риски.

Сегодня большинство экспертов признает, что подобная ситуация является следствием неразвитости внутреннего рынка, а международные инвесторы, заинтересованные в инвестициях в рублевые инструменты, не имеют возможности или желания заходить в Россию ввиду сложности процедур и слабой инфраструктуры.

Локальные инвесторы, несмотря на избыток ликвидности в банковской системе, укрепление рубля и снижение инфляции, остаются крайне сдержанными в отношении длинных бумаг, не имея достаточных инструментов для хеджирования своих процентных рисков. Мы не раз в своих презентациях отмечали, что модель рынка гособлигаций, создававшаяся еще в 90-х годах и соответствовавшая задачам и потребностям того периода, устарела. Она сформировалась как «модель роста», не предусматривающая стабилизации кривой доходности или тем более роста процентных ставок — рынок моментально теряет свою ликвидность, а иностранные инвесторы, быстро зафиксировав длинные позиции в бумагах, покидают его. Вопрос участия на первичном рынке, как до 2008 года, так и сейчас, в большинстве случаев увязывается с размером «премии» к кривой ОФЗ, которую готов дать Минфин.

Можно, конечно же, воспользоваться высоким спросом на рублевые активы на международном рынке, разместив, положим, дополнительный объем уже обращающихся семилетних еврооблигаций или в дополнение к ним новый заем, но проблему неразвитости внутреннего рынка и его высоких «инфраструктурных рисков» это не решит. Действительно, сегодня Минфину проще и выгоднее продать рублевые еврооблигации на внешнем рынке, но всем должно быть понятно, что конъюнктура рынков изменчива: сегодня рубль растет, завтра падает, а средства в бюджет привлекать надо, причем, по возможности, из надежных и относительно стабильных источников. И если сегодня не использовать имеющееся время для развития внутренних источников, завтра может быть уже поздно.

Заимствования в ответ на текущие потребности в области государственных расходов, упование на высокие цены на нефть или возможность в крайнем случае «перехватить» на внешнем рынке — изначально неверная позиция. Это особенно неверно с учетом планов государства по финансированию бюджета, необходимости рефинансирования короткого долга, а также амбициозных планов РФ по повышению привлекательности рубля как региональной резервной валюты и привлечению капиталов на внутренние рынки РФ.

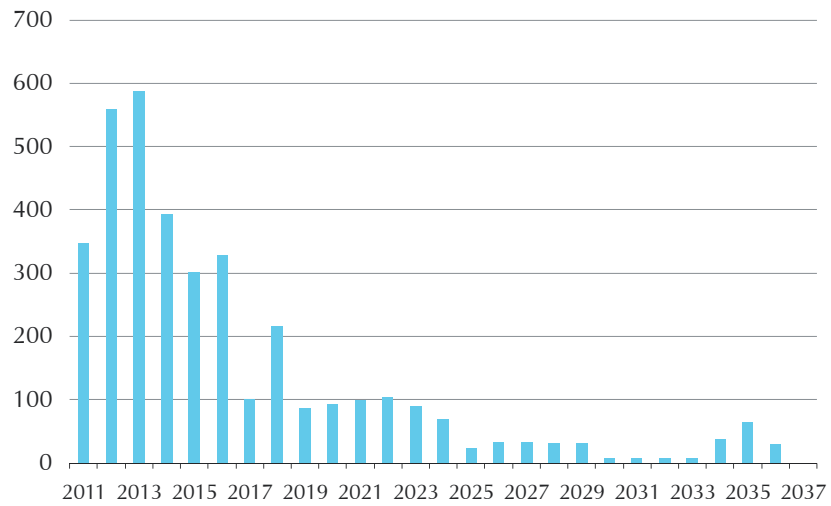
Итак, что же реально было достигнуто, что позволило нам констатировать прогресс и увидеть изменения на рынке?

1. Стабилизация внешних и внутреннего рынков (прежде всего валютного) позволила Минфину в 2010 году возобновить среднесрочное планирование и ежеквартальную публикацию графика размещений гособлигаций, что повысило прозрачность рынка.

2. В июле 2010 года Минфин отказался от операций по доразмещению гособлигаций на вторичном рынке, что снизило давление на рынок и повысило спрос, а значит и результативность операций на первичном рынке.

3. В сентябре-октябре 2010 года Минфин с успехом применил новую стратегию — публикацию ориентира доходности

Рисунок 2
Объем выплат по процентному доходу и погашению основного долга по ОФЗ/ГСО, млрд руб.



Источники: Банк России, «Тройка Диалог»

по размещаемому выпуску облигаций перед аукционом. Подобная практика четко отработана на мировых рынках и уже несколько лет активно используется на внутреннем рынке негосударственных займов РФ.

Это значительно повысило эффективность операций эмитента на первичном рынке. Если раньше Минфин привлекал на первичном рынке в среднем 20–40% от объема заявленной эмиссии, то после 6 сентября, когда новая практика стала применяться, эффективность операций эмитента превысила 85%, достигая в ряде случаев 100%.

4. С 1 октября 2010 года вступили в силу изменения в Положение ЦБ от 25 марта 2003 года N° 219-П «Об обслуживании и обращении выпусков федеральных государственных ценных бумаг», позволяющие отказаться от предварительного депонирования денежных средств перед аукционом по размещению гособлигаций.

Между тем, нестабильность внешних рынков и высокая подверженность внутреннего рынка резким колебаниям являются серьезным основанием для дальнейшей работы по модернизации внутреннего сегмента госбумаг. Несмотря на достигнутые результаты, задача поддержания высокой ликвидности рынка и присутствия на нем широкого круга инвесторов является в настоящее время самой актуальной. Среди дальнейших мер по модернизации сектора гособлигаций мы видим следующие шаги:

1. Либерализация рынка

Возможность осуществления операций с государственными ценными бумагами на внебиржевом рынке. Объединение площадок для осуществления торгов по государственным и негосударственным ценным бумагам позволит существенно расширить круг инвесторов, сосредоточит ликвидность и упростит доступ к более привлекательным активам без временных лагов и не нужных никому издержек.

2. Изменение порядка налогообложения

Установление единой ставки налога по доходу в виде процентов по государственным, муниципальным и корпоративным ценным бумагам. Унификация режима позволит инвесторам упростить систему расчета налогообложения, включая все доходы в единую базу по прибыли, устранить различия в ценообразовании различных инструментов на внутреннем долговом рынке и сделать сопоставимой доходность обращающихся на нем инструментов.

3. Запуск программы разделения платежей купонных облигаций и их независимого обращения (STRIPS)

Программа разделения платежей, появившаяся в США в 80-х годах прошлого века, действует сегодня во многих странах, ставших впоследствии международными или региональными финансовыми центрами (США, Канада, Великобритания, Германия, Бельгия, Япония, Индия и др.). В результате создания высококонкурентных рыночных условий на кривой доходности государственных облигаций эта программа позволила странам повысить ликвидность и капиталоемкость своих национальных рынков.

Образованные от средне- или долгосрочной облигации, ее составные части (стрип-купоны и номинал) начинают обращаться независимо друг от друга, а их текущая стоимость (present value) рассчитывается исходя из тех спот-ставок, которые сложились на рынке к данному конкретному сроку погашения. Суммарная стоимость дисконтированных по отдельным спот-ставкам стрип-купонов и стрип-номинала должна быть равна текущей стоимости целой купонной облигации. В противном случае на рынке возникают арбитражные возможности, которые «монетезируются» в результате проведения обратной операции — реконституции (сбор всех составных частей, их обмен на целую купонную облигацию и ее продажа на вторичном рынке).

В результате краткосрочные, среднесрочные и длинные ставки на кривой становятся полностью взаимосвязанными и взаимозависимыми. Эмитент получает «высокотехнологичный» механизм поддержания ликвидности рынка, инвесторы — инструмент управления риском портфеля и извлечения дополнительного дохода.

4. Переход к практике размещения базовых выпусков гособлигаций (бенчмарков)

Как опыт развитых рынков, так и короткая история локального долгового рынка РФ демонстрируют тот факт, что ликвидность не распределяется среди всех выпусков гособлигаций на кривой равномерно, а формируется лишь в нескольких ее точках.

Как правило, погашаемые через год, два, три, пять и десять лет выпуски облигаций наиболее востребованы инвесторами, так как инструменты денежного рынка позволяют им хеджировать свои процентные и валютные риски. Ликвидность подобных выпусков госбумаг является наиболее высокой. Взамен постепенно устаревающих выпусков (off-the-run) казначейство периодически размещает новые индикативные для данного срока облигации (on-the-run), а постоянно присутствующие двусторонние интересы поддерживают высокую ликвидность их вторичного рынка, позволяя эмитенту привлекать значительные объемы средств в этих выпусках. Как правило, базовые выпуски гособлигаций являются «приемлемыми» бумагами, по которым разрешена операция стриппинга, что еще больше повышает ликвидность актива, увеличивая спрос на него и позволяя эмитенту заимствовать сразу в большом объеме.

5. Первичные дилеры

Начав в сентябре прошлого года публикацию ориентира по доходности размещаемых на аукционе выпусков ОФЗ, Минфин уже сделал первый шаг, существенно повысив эффективность собственных операций на первичном рынке. Однако неразвитая коньюнктура внутреннего рынка снижает готовность инвесторов покупать госбумаги в периоды обострения коньюнктуры внешних рынков или ухудшения внутренних условий, повышая их требования к доходности размещаемых займов («премия» на аукционах).

Отбор уполномоченных агентов из числа наиболее профессиональных участников рынка, имеющих опыт андеррайтера и обладающих обширной клиентской базой, позволит Минфину сузить круг инвесторов для переговоров, получить заинтересованных посредников в процессе подготовки к продаже займов и размещения бумаг среди широкого круга инвесторов.

Практика размещения еврооблигаций на международном рынке капитала является ярким подтверждением того факта, что определение четких взаимоотношений с ключевыми игроками рынка, обладающими наибольшими возможностями для размещения займов, позволяет добиться взаимоприемлемых условий для инвесторов и эмитента, делая его операции более предсказуемыми и эффективными для бюджета.