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

Последние события, амплитуда и скорость движения внутреннего рынка государственных ценных бумаг, когда всего за несколько дней доходность ОФЗ выросла на 30–45 б.п. вдоль кривой, еще раз продемонстрировали его высокую зависимость от конъюнктуры внешних рынков. Обращаясь к опыту предшествовавшего десятилетия, можно с уверенностью говорить о том, что эта зависимость возрастет, после того как Министерство финансов РФ реализует «III схему допуска нерезидентов на локальный рынок», обеспечив для них возможность проведения операций с ОФЗ через систему счетов Euroclear. Если долговая политика РФ и одобренные правительством 11 августа 2011 года меры по развитию рынка станут планом реальных действий, государство получит эффективный и капиталоемкий источник привлечения средств в бюджет. В противном случае внутренний долговой рынок РФ может так и остаться периферийным и неразвитым.

Кризисы не возникают сами собой: как это было

В середине XX века СССР был образцовым заемщиком, своевременно и полностью выполнявшим свои долговые обязательства. Однако в начале 1990-х годов унаследованная Россией административно-командная система и долговая политика бывшего Союза оказались абсолютно неприменимы: опыт управления бюджетным процессом в условиях рыночной экономики и преодоления финансовых кризисов у РФ полностью отсутствовал.

В ходе проводимых реформ и реализации программы финансовой стабилизации в 1992 году правительство приняло решение отказаться от эмиссионного финансирования бюджета и приступило к созданию внутреннего рынка государственных ценных бумаг: первый аукцион по размещению государственных краткосрочных бескупонных облигаций (ГКО) состоялся 18 мая 1993 года.

В 1993–1994 годах в условиях высокой инфляции Министерство финансов размещало в основном трех- и шестимесячные ГКО. В 1995 году на рынке появились два новых инструмента — среднесрочные (до трех лет) облигации с плавающей ставкой, привязанной к доходности коротких ГКО, и облигации государственного сберегательного займа, рассчитанные на размещение среди физических лиц. А уже в феврале 1997 года снижение доходности и стабилизация рынка позволили Минфину и Банку России вывести на открытый рынок облигации с фиксированной ставкой купонного дохода.

Возникший как совместный проект Банка России и Минфина сектор государственных ценных бумаг быстро стал одним из мощнейших сегментов финансового рынка, источником финансирования дефицита федерального бюджета и важным инструментом денежно-кредитной политики ЦБ РФ. Если еще в 1993 году до 99% дефицита бюджета финансировалось прямыми кредитами ЦБ и лишь 1% — за счет эмиссии госбумаг, то в 1994 году уже до 8.8% дефицита покрывалось за счет привлечения средств на рынке ГКО. В 1995 году заимствования на внутреннем рынке государственных ценных бумаг формировали уже 70.2% источников привлечения средств в бюджет.

ДОПУСК НЕРЕЗИДЕНТОВ НА ВНУТРЕННИЙ РЫНОК ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

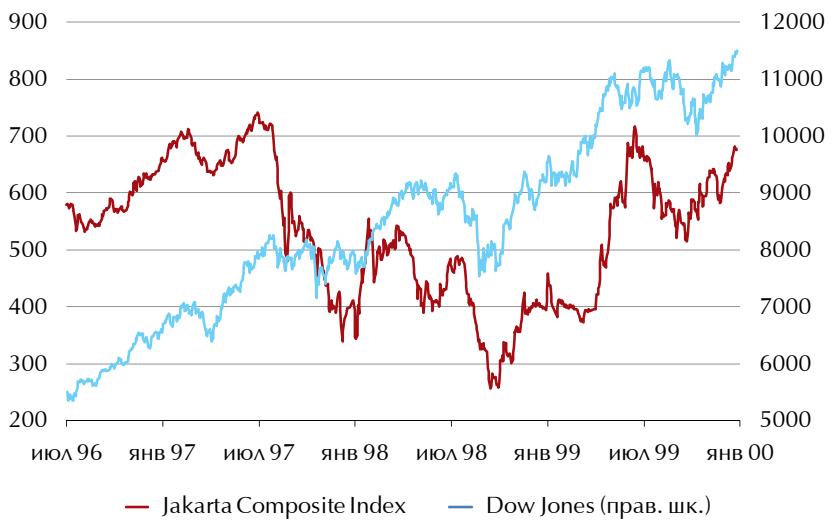
Растущие потребности бюджета в 1996 году заставили правительство возложить на бурно развивающийся внутренний рынок гособлигаций новые задачи: у российских банков, которые зачастую сами нуждались в дополнительной капитализации, не было достаточно средств, чтобы формировать капиталоемкую ресурсную базу для заимствований Минфина и привлечения им необходимого объема денег. Поэтому была разработана схема доступа нерезидентов на внутренний рынок госдолга.

Приток значительного по меркам еще молодого российского рынка объема средств иностранных инвесторов позволял существенно снизить процентные ставки, создавая благоприятные условия для заимствований Минфина: помимо снижения стоимости привлечения, эмитент получал возможность удлинить сроки размещаемых займов.

Разработанная схема предусматривала довольно жесткие условия: открывая счета в бывших совзагранбанках, нерезиденты приобретали бумаги только на первичном рынке; их валютная доходность ограничивалась соглашением о валютном свопе, а репатриация доходов была возможна только после погашения облигаций. Несмотря на это, предложенная Россией схема оказалась весьма привлекательной: с февраля по сентябрь 1996 года приток средств на внутренний рынок достиг $2.4 млрд.

Успешные результаты первого опыта и стабилизация рынков в июле-августе 1996 года стали основанием для расширения допуска иностранного капитала и перехода к новой, более либеральной схеме.

Вторая схема, которая официально вступила в силу 15 августа 1996 года, позволяла нерезидентам не только инвестировать в гособлигации в ходе первичных размещений, но и осуществлять операции уже на вторичном рынке, а также репатриировать полученную прибыль. Для этих целей нерезидентам в уполномоченных банках открывались специальные счета типа С. Правилами новой схемы предусматривалось заключение уполномоченными банками компенсирующих обратных операций по валюте с Центральным банком РФ. Однако в течение оставшейся части 1996 года постепенно происходило снижение доли компенсирующих операций, и к концу года она составляла 65% для кассовых операций и 75% для срочных контрактов.



Источник: Bloomberg

Рисунок 1

Динамика Jakarta Composite Index и реакция Dow Jones

По итогам 1996 года дюрация госдолга выросла с 77 дней (в 1995 году) до 136 дней, а в общем объеме размещенных бумаг доли выпусков ГКО и ОФЗ различной срочности составили: трехмесячных ГКО — 15.5%, шестимесячных ГКО — 78.1%, ОФЗ — 6.4%. Номинальный объем рынка ГКО-ОФЗ вырос в четыре раза по сравнению с объемом 1995 года, достигнув 237 трлн неденоминированных рублей, или около $42 млрд.

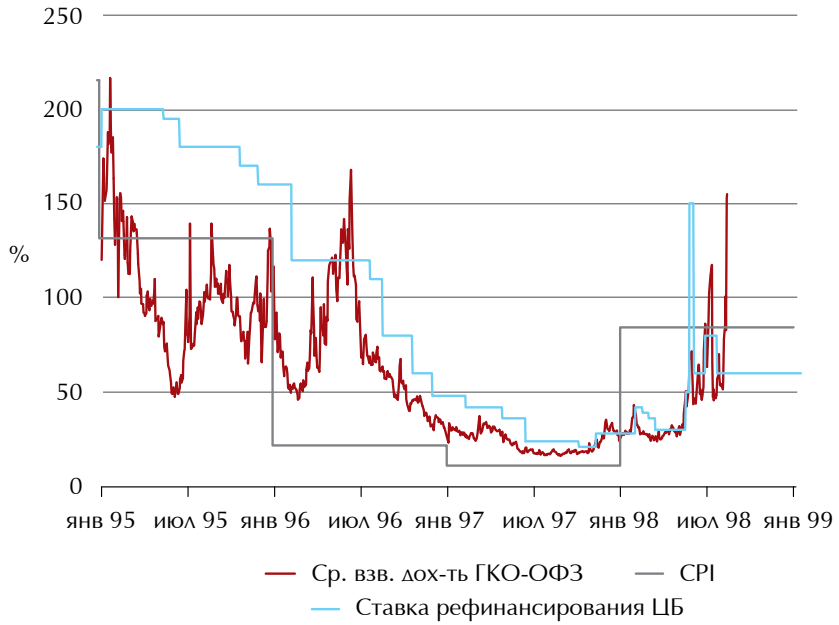
В середине 1996 года Россия присоединилась к статье VIII Устава Международного валютного фонда, что означало переход к свободной конвертируемости рубля по текущим операциям и снятие всех ограничений на инвестиции нерезидентов в рынок государственных ценных бумаг и на репатриацию полученных ими доходов. Далее либерализация участия нерезидентов проводилась в несколько этапов:

– На первом этапе (май-август 1997 года) были сняты ограничения на максимальный срок форвардных контрактов при проведении уполномоченными банками срочных сделок с нерезидентами и снижен минимальный срок, на который они могли заключаться. В этот же период были введены добровольные компенсирующие срочные сделки.

– На втором этапе (сентябрь-ноябрь 1997 года) были полностью отменены компенсирующие кассовые сделки уполномоченных банков с ЦБ и снижен минимальный срок исполнения форвардных контрактов до одного месяца.

– На третьем этапе (декабрь 1997 года) отменялись практически все ограничения, в том числе и по минимальным срокам за-

В 1995 ГОДУ ЗАИМСТВОВАНИЯ НА ВНУТРЕННЕМ РЫНКЕ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ ФОРМИРОВАЛИ УЖЕ 70.2% ИСТОЧНИКОВ ПРИВЛЕЧЕНИЯ СРЕДСТВ В БЮДЖЕТ



Источники: Банк России, «Тройка Диалог»

Рисунок 2

Динамика ставок на внутреннем рынке в 1995–1999 гг.

ключаемых форвардных контрактов, за исключением того, что срок исполнения срочных сделок между иностранными инвесторами и их уполномоченными банками не мог приходиться на 1997 год.

Таким образом, к 1998 году ограничений, связанных с вводом-выводом средств и доходностью операций нерезидентов, не существовало. Поэтому возник вопрос о возможности хеджирования инвесторами валютного риска: в середине марта нерезиденты получили возможность участвовать в торговле срочными контрактами на рубли на ММВБ, а месяцем позже — на Chicago Mercantile Exchange. Операции на срочном рынке позволяли инвесторам застраховать собственные риски изменения валютного курса рубля, что повысило привлекательность инвестиций в рублевые инструменты.

> В ТЕЧЕНИЕ ВТОРОЙ ПОЛОВИНЫ 1996 – ПЕРВОЙ ПОЛОВИНЫ 1997 ГОДА ЧИСТЫЙ ПРИТОК ИНОСТРАННОГО КАПИТАЛА НА РЫНОК ГКО-ОФЗ СОСТАВЛЯЛ $1–1.5 МЛРД ЕЖЕМЕСЯЧНО

Поэтапная отмена ограничений на деятельность нерезидентов, а также относительно высокие внутренние процентные ставки при сравнительно небольшом валютном риске привели к тому, что в течение второй половины 1996 – первой половины 1997 года чистый приток иностранного капитала на рынок ГКО-ОФЗ составлял $1–1.5 млрд ежемесячно. Это, в свою очередь, способствовало дальнейшему снижению доходности по государственным облигациям с 35–40% в январе до 17–19% в конце июня 1997 года. К осени 1997 года присутствие иностранного капитала на рынке ГКО-ОФЗ оценивалось на уровне около 31.4%.

Параллельно с этим Центральный банк и Министерство финансов совершенствовали систему расчетов, порядок рефинансирования банков под залог государственных ценных бумаг и ввели с октября 1996 года институт первичных дилеров, призванных поддерживать ликвидность вторичного рынка гособлигаций и упростить контроль за участниками рынка.

АЗИАТСКИЙ КРИЗИС 1997–1998 ГОДОВ И ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС РФ 1998 ГОДА

Кризис на мировых финансовых рынках, начавшийся в конце октября 1997 года, оказал существенное влияние на внутренний рынок РФ, в том числе из-за высокого уровня участия нерезидентов. В условиях глобализации скорость перетока капитала между странами значительно повышается, что делает слабые и неразвитые рынки потенциальными жертвами. Мощное падение индекса Dow Jones в октябре 1997 года привело к массированному выводу средств с развивающихся рынков.

28 октября цены государственных облигаций РФ упали в течение первых 40–45 минут торговой сессии: массированные распродажи портфелей нерезидентов и отсутствие спроса со стороны российских участников привели к росту доходности ГКО-ОФЗ до 22.5–23% по сравнению с 18.5% накануне.

Существовавшая на тот момент схема участия нерезидентов не позволяла моментально вывести средства, на это требовалось около полутора месяцев, поэтому основной вывод средств был отсрочен до конца ноября – начала декабря.

Репатриация капитала и частично связанный с этим растущий спрос российских уполномоченных банков на валютные активы стал оказывать давление на курс рубля, потребовав от ЦБ РФ проведения значительных валютных интервенций. Поддержка валютного курса в рамках установленного коридора и одновременно с этим ограничение роста доходности на рынке ГКО-ОФЗ не могли продолжаться длительное время: скупая государственные облигации, Банк России предоставлял рубли, которые тут же оказывались на валютном рынке. По итогам операций только в ноябре 1997 года объем международных резервов ЦБ РФ упал на $6 млрд, достигнув $16.8 млрд.

Расширение азиатского кризиса, отток средств с развивающихся рынков и падение цен на сырье дестабилизировали российскую экономику, а низкая налоговая дисциплина и несбалансированность основных макроэкономиче-

РАСШИРЕНИЕ АЗИАТСКОГО КРИЗИСА, ОТТОК СРЕДСТВ С РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ И ПАДЕНИЕ ЦЕН НА СЫРЬЕ ДЕСТАБИЛИЗИРОВАЛИ РОССИЙСКУЮ ЭКОНОМИКУ, А НИЗКАЯ НАЛОГОВАЯ ДИСЦИПЛИНА И НЕСБАЛАНСИРОВАННОСТЬ ОСНОВНЫХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ СПОСОБСТВОВАЛИ ДАЛЬНЕЙШЕМУ УГЛУБЛЕНИЮ БЮДЖЕТНОГО КРИЗИСА

ских показателей в России способствовали дальнейшему углублению бюджетного кризиса.

В условиях отсутствия прямого кредитования правительственных расходов со стороны ЦБ и ограниченных возможностей для привлечения средств на внешнем рынке единственным источником финансирования бюджетного дефицита оставались заимствования на внутреннем долговом рынке. Но в отсутствие притока свежих ресурсов это оказывало дополнительное давление на рынок, способствуя росту доходности и увеличивая стоимость привлечения для бюджета. Чистый финансовый результат государства по операциям на рынке ГКО-ОФЗ оставался положительным до декабря 1997 года, когда расходы на обслуживание долга впервые превысили объем привлечения.

В сложившейся ситуации политика государства стала меняться: с 1 января 1998 года правительство официально объявило о прекращении использования рынка государственных ценных бумаг для покрытия дефицита бюджета, а все средства, привлеченные на первичном рынке, должны были направляться на обслуживание существующего долга.

Несмотря на это, участники рынка продолжили укорачивать дюрацию своих портфелей гособлигаций, снижая их зависимость от нестабильных внешних рынков. В результате дюрация внутреннего госдолга снизилась в конце февраля до 308 дней по сравнению с 395 днями на 28 октября 1997 года.

Приоритетным направлением политики Банка России стало поддержание курса национальной валюты. Решение о прекращении операций на рынке государственных ценных бумаг для ограничения уровня колебаний и поддержания доходности привел к ее росту в конце января 1998 года до 45.6%. Усилия ЦБ РФ, направленные на ограничение рублевой ликвидности и повышение стоимости кредитных ресурсов, позволили стабилизировать ситуацию на денежном и валютном рынках. В конце марта доходность государственных облигаций снизилась до 30%.

Новый виток мирового кризиса и падение ведущих фондовых индексов весной 1998 года вместе с отставкой Правительства РФ, ухудшением платежного баланса страны и усугубившимися бюджетными проблемами стали причиной новой дестабилизации внутреннего рынка РФ, увеличив предложение на рынке госбумаг и повысив спрос на иностранную валюту. К лету 1998 года в арсенале правительства и Банка России практически не осталось действенных инструментов, способных снизить стоимость привлечения средств для Минфина и приостановить сокращение среднего срока госдолга.

К 1 июня 1998 года структура государственных облигаций была представлена короткими выпусками ГКО, доля которых оставалась самой крупной (67.2%), среднесрочными выпусками облигаций с плавающей ставкой (10.5%) и облигациями с фиксированной ставкой (22.3%) со сроком обращения до восьми лет.

Под влиянием очередной волны финансового кризиса в Юго-Восточной Азии в мае 1998 года, ухудшения ликвидности системы коммерческих банков, которые были наиболее активными участниками рынка ГКО-ОФЗ, и роста недоверия со стороны иностранных участников (и, как следствие, очередной волны паники на валютном рынке и ускорения обесценения рубля) внутренний долговой рынок практически полностью вышел из-под контроля. Проблема источников финансирования для обслуживания внутреннего долга встала достаточно остро.

В июле 1998 года Министерство финансов РФ предприняло последнюю попытку улучшения временной структуры долга, предложив провести добровольный обмен ГКО со сроком погашения до июля 1999 года на валютные облигации срочностью 7 и 20 лет. В результате проведенной операции объем внутреннего госдолга сократился на 27.5 млрд руб., а на внешнем рынке появилось два выпуска суверенных еврооблигаций «Россия-05» и «Россия-18».

Но поскольку круг участников обмена был ограничен нерезидентами и крупными российскими банками (владельцами 60% обменянных ГКО были иностранные инвесторы, 40% — российские банки), операция не имела ощутимого положительного эффекта для бюджета: государство по-прежнему ежемесячно направляло на обслуживание долга суммы, сопоставимые с общим объемом госрасходов за месяц. Продолжать обслуживание государственного долга означало отказаться от всех других выплат по статьям, предусмотренным бюджетом.

К ЛЕТУ 1998 ГОДА В АРСЕНАЛЕ ПРАВИТЕЛЬСТВА И БАНКА РОССИИ ПРАКТИЧЕСКИ НЕ ОСТАЛОСЬ ДЕЙСТВЕННЫХ ИНСТРУМЕНТОВ, СПОСОБНЫХ СНИЗИТЬ СТОИМОСТЬ ПРИВЛЕЧЕНИЯ СРЕДСТВ ДЛЯ МИНФИНА И ПРИОСТАНОВИТЬ СОКРАЩЕНИЕ СРЕДНЕГО СРОКА ГОСДОЛГА

В сложившейся ситуации Правительство РФ и Банк России 17 августа 1998 года выступили с совместным заявлением, в соответствии с которым были расширены границы валютного коридора, а также приостановлены выплаты по выпускам ГКО-ОФЗ, погашаемым до 31 декабря 1999 года, и временно отменены торги по всем выпускам ГКО-ОФЗ.