ЛИБЕРАЛИЗАЦИЯ РЫНКА

Александр ОВЧИННИКОВ,
вице-президент, ИК «Тройка Диалог»

Ни для кого не секрет, что до конца 2012 года Минфин намерен реализовать проект, в результате которого у иностранных инвесторов появится возможность осуществлять через счета в международных расчетно-клиринговых центрах операции с государственными ценными бумагами РФ на внутреннем рынке. Интерес иностранных инвесторов, присутствующих на многих внутренних рынках Азии, Латинской Америки, Восточной Европы, понятен, так же как понятно желание Министерства финансов РФ существенно расширить собственную «клиентскую базу».

Рынок ОФЗ: в процессе или на пороге перемен?

«ВНЕ ЗАВИСИМОСТИ ОТ ОБЪЕМА НАПРАВЛЯЕМЫХ НА ЛОКАЛЬНЫЙ РЫНОК СРЕДСТВ, ИНТЕРЕС НЕРЕЗИДЕНТОВ, СКОРЕЕ ВСЕГО, БУДЕТ ФОРМИРОВАТЬСЯ В ТОМ СЛУЧАЕ, ЕСЛИ ДОХОДНОСТЬ ОФЗ НА СРЕДНЕМ И ДЛИННОМ УЧАСТКАХ КРИВОЙ БУДЕТ ОСТАВАТЬСЯ ПОЛОЖИТЕЛЬНОЙ С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ РЕАЛЬНЫХ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК»

Однако является ли открытие российского внутреннего рынка государственных и корпоративных облигаций столь же ожидаемым и благоприятным для локальных участников рынка? Мы не раз в последние годы слышали требования оградить национальную банковскую систему от влияния иностранных банков, а внутренние финансовые рынки от иностранных инвесторов и спекулянтов. Имея совсем недавний опыт азиатского, а вслед за ним и российского кризиса 1997–1998 годов, мы также с осторожностью смотрим в будущее, видя, какие риски могут угрожать неразвитому и вполне еще небольшому по международным меркам внутреннему долговому рынку РФ на фоне продолжающегося кризиса в еврозоне. С другой стороны, совершенно очевидно, что опасения и призывы отложить либерализацию рынка на более поздний период в связи с неблагоприятными обстоятельствами, а затем отсрочить этот момент еще и еще раз так и оставят локальный рынок неприспособленным и слабым.

Я помню, как после появления в 1995 году первых выпусков среднесрочных государственных облигаций федерального займа с плавающей ставкой процентного дохода, а вслед за ними — первых пятилетних ОФЗ с фиксированной ставкой процентного дохода одна из уважаемых газет задала вопрос нескольким российским банкам, насколько интересны им будут данные бумаги. Ответ одного из трейдеров был совершенно классическим: «Нам — нет, мы привыкли работать по старинке, с короткими ГКО».

Сегодня объем рынка государственных ценных бумаг превысил 3 трлн руб. по номиналу по сравнению с 1 трлн руб. в начале 2008 года, перед тем как грянул кризис в США. Сегодня торговый оборот российского рынка госбумаг в три раза больше, чем в докризисный период, и если бы не пресловутый показатель дюрации рынка, то в целом картина была бы более чем достойная. Справедливости ради необходимо отметить, что до 2008 года на рынке не существовало «базовых» выпусков ОФЗ, которые являются сегодня стержнем, формирующим кривую доходности, а ликвидность рынка в целом была крайне низкой. Поэтому говорить о «дюрации рынка» сегодня приходится лишь при оценке рисков эмитента, а не распределения интересов инвесторов, готовых открывать позиции как в трехпятилетних облигациях, так и в девяти и даже пятнадцатилетних бумагах.

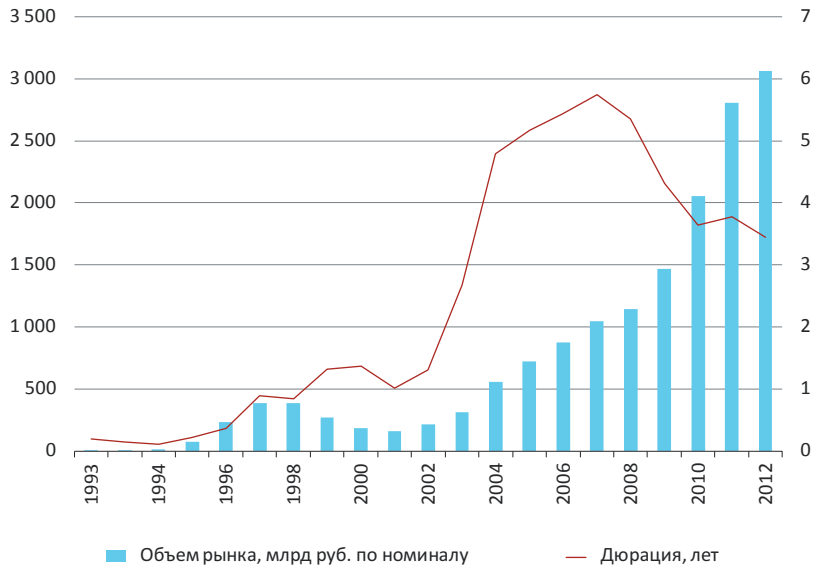
И коль скоро разговор зашел об интересе различных групп инвесторов, вопрос оценки эффекта от допуска нерезидентов к операциям, прежде всего, с гособлигациями, будет не праздным. Сегодня локальные инвесторы в большинстве случаев предпочитают операции с бумагами во фронтальном и среднем участках кривой — условно говоря, до пяти лет. Естественно, что здесь же осуществляют свои операции и нерезиденты, однако они с большей готовностью «заходят» в длинный конец кривой.

Каким же рынок будет после открытия международным инвесторам доступа к операциям с ОФЗ и корпоративными облигациями через счета в Euroclear и Clearstream? Окажется ли их интерес столь высок, как того ожидают в Минфине? Приведет ли приток средств к существенному падению доходности ОФЗ вдоль кривой и не сменится ли он оттоком денег в результате внешних или внутренних неблагоприятных событий? Чем рискуют локальные инвесторы, владеющие государственными облигациями, в случае смены предпочтений нерезидентов и роста доходности ОФЗ? Насколько высокой окажется доля госдолга в портфелях нерезидентов и будет ли она контролироваться Минфином или ЦБ? Изменится ли пропорция инвесторов на рынке, который был сформирован в начале 90-х годов как «банковский» (по оценкам Минфина, финансовые компании, частные управляющие активами, включая Пенсионный фонд РФ, владеют лишь 12% рынка — «Основные направления государственной долговой политики РФ на 2012–2014 годы»)? Как отразятся на рынке предложения по модернизации пенсионной системы РФ?

Периодически мы слышим подобные вопросы не только от наших локальных клиентов, но и иностранных инвесторов. Многие опасаются, что локальный долговой рынок не имеет иммунитета к внешним вызовам и резкой смене конъюнктуры.

Действительно, в 1997–1998 годах иностранные инвесторы, получившие возможность осуществлять операции на внутреннем рынке (через специальные счета типа «С»), представляли собой серьезную движущую и курсообразующую силу: поэтапная отмена ограничений, а также высокие номинальные и реальные ставки при сравнительно небольшом валютном риске привели к существенному росту присутствия иностранного капитала на рынке ГКО-ОФЗ. В течение второй половины 1996-го — первой половины 1997 года чистый приток иностранного капитала на рынок ГКО-ОФЗ оценивался в $1–1.5 млрд в месяц. В конце 1997 года доля гособлигаций в портфелях нерезидентов достигла 31.4%, а доходность упала до 17–19% с 35–40% в начале года. Зачастую, узнавая объем средств в банковской и торговой системе ГКО/ОФЗ, инвесторы также стремились узнать о намерениях ключевых иностранных банков на ежедневных торгах, подстраивая под них собственные операции.

Позже, на волне азиатского кризиса, отток средств с развивающихся рынков и падение цен на сырье дестабилизировали российскую экономику и финансовые рынки, а отсутствие



Источники: Банк России, Минфин РФ

Рисунок 1

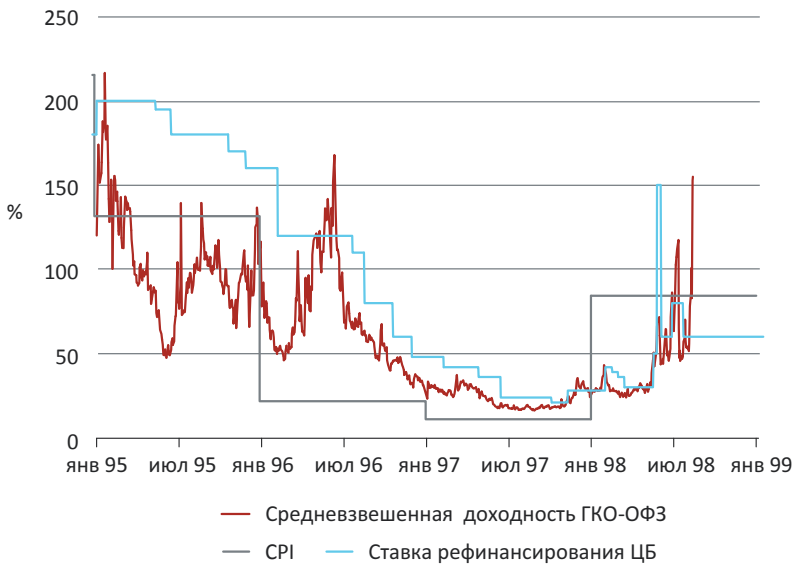
Количественные показатели роста рынка гособлигаций

Рисунок 2

Объем торгового оборота на рынке ОФЗ

Источники: ММВБ-РТС, расчеты «Тройки Диалог»

ЛИБЕРАЛИЗАЦИЯ РЫНКА



Источники: Банк России, «Тройка Диалог»

Рисунок 3

Динамика ставок на внутреннем рынке в 1995–1999 гг.

спроса со стороны российских участников на фоне массированных распродаж нерезидентами своих портфелей могло сопровождаться ростом доходности на 4,0–5,0% в течение одного торгового дня.

Подготовленные Минфином в 2011 году и утвержденные правительством «Основные направления государственной долговой политики РФ на 2012–2014 годы» представляют план системной модернизации рынка гособлигаций. Большая часть из намеченных шагов уже реализована или находится в процессе выполнения. Среди них — «допуск ОФЗ к обращению на фондовой бирже», «обеспечение возможности внебиржевого обращения ОФЗ», «введение института централизованного учета прав собственности на ценные бумаги в общенациональном масштабе» и «создание предпосылок для расчетов по сделкам с ОФЗ с использованием международных депозитарно-клиринговых систем». Последние пункты, как ожидается, будут реализованы этой осенью. Среди нереализованных мер — «унификация налоговых ставок по ОФЗ и корпоративным облигациям». Но здесь, судя по всему, у Минфина отсутствуют не только четкие сроки выполнения задачи, но и понимание подхода к ее реализации.

> «В ОТЛИЧИЕ ОТ 90-Х, КОГДА РЫНОК ЯВЛЯЛСЯ ДЛЯ ЛОКАЛЬНЫХ И ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТОРОВ ВО МНОГОМ ИНСТРУМЕНТОМ СПЕКУЛЯЦИЙ, СЕГОДНЯ ОН СТАНОВИТСЯ В ЗНАЧИТЕЛЬНОЙ СТЕПЕНИ «ИНВЕСТИЦИОННЫМ»»

Сегодня, наверное, сложно представить повторение того, что рынок переживал в 1996–1998 годы, однако проблема адекватного спроса со стороны локальных инвесторов, чьи лимиты зачастую оказываются полностью заполненными, а рублевой ликвидности не хватает, прослеживается достаточно явно. Российские банки, составляющие костяк локальной «клиентской базы» Минфина, по-прежнему серьезно зависят от объема и стоимости рефинансирования, которая определяется Банком России и зависит от темпов роста инфляции. Несомненно, с начала августа напряженность на денежном рынке существенно снизилась благодаря активизации Федеральным казначейством депозитных операций, однако с учетом стоимости рефинансирования приемлемая для локальных инвесторов доходность длинных ОФЗ по-прежнему оценивается в рамках 7.5–8.5%.

Ожидая либерализации рынка с июля, мы оценивали приток средств нерезидентов в 450–550 млрд руб., однако с учетом сдвинувшихся сроков и времени, оставшегося до конца года, этот объем будет куда более скромным, особенно если учитывать те риски, которые сохраняются на европейских рынках. Тем не менее, вне зависимости от объема направляемых на локальный рынок средств, интерес нерезидентов, скорее всего, будет формироваться в том случае, если доходность ОФЗ на среднем и длинном участках кривой будет оставаться положительной с точки зрения реальных процентных ставок. А потому вопрос уровня инфляции, прогнозируемого нами и Банком России на уровне около 6%, имеет не последнее значение.

В отличие от 90-х, когда рынок только создавался и являлся для локальных и иностранных инвесторов во многом инструментом спекуляций, сегодня он становится в значительной степени «инвестиционным», а потому и ожидать падения доходности на 5% вниз с последующим взлетом на 10% вверх не стоит. Возможно, волатильность рынка сначала возрастет, но не столь существенно. Кроме того, мы ожидаем, что сами ключевые игроки рынка станут со временем проявлять инициативу, становясь его маркетмейкерами и поддерживая котировки в течение дня. В этой связи низкая ликвидность рынка в 2013 году вряд ли окажется серьезным препятствием для инвесторов.

В завершение хотелось бы, перефразируя заявления канцлера Германии Ангелы Меркель в отношении ситуации в Греции и еврозоны в целом, сказать, что российский рынок, пройдя серьезные испытания, должен стать в итоге сильнее, чем до начатых в 2008–2009 годы реформ.

CFO

Adam Smith CONFERENCES

www.cfosummit-russia.com

9-я ежегодная конференция Института Адама Смита

САММИТ ФИНАНСОВЫХ ДИРЕКТОРОВ РОССИИ

КАК ОБЕСПЕЧИТЬ УСТОЙЧИВЫЙ РОСТ В НЕПРЕДСКАЗУЕМОЙ СРЕДЕ

ОСНОВНОЙ САММИТ, 23 – 25 октября 2012 г.

ПРЕДКОНФЕРЕНЦИОННЫЙ СЕМИНАР:
«Ключевые аспекты новых правил трансфертного ценообразования», ведет "Бейкер Тилли Русаудит", 22 октября 2012 г.

Отель Ренессанс Москва
Монарх Центр

КЛЮЧЕВЫЕ МОМЕНТЫ САММИТА-2012:

- **Гостевую экономическую лекцию - 2012** прочитает **Лиам Халлиган**, главный экономист **Prosperity Capital Management** и известный международный финансовый комментатор;
- **Интервью Саммита CFO-2012:** **Михаил Лукашевич**, главный редактор **CFO-Russia.ru**, берет живое интервью на сцене у **Дмитрия Мильштейна**, финансового директора **Евросети**;
- **Специальная презентация** на тему корпоративного лидерства - **Станислав Шекшня**, профессор предпринимательского лидерства, международная бизнес-школа **INSEAD**;
- **Гостевой международный докладчик** – **Йохан Бугге**, главный операционный директор **EQT Partners** и бывший финансовый директор **Investor AB** и **Electrolux**;
- **Ключевой доклад** «Стратегическая повестка дня для финансового директора сегодня», **Владимир Преображенский**, член совета директоров, **Российская экономическая школа**;
- **Дебаты финансовых директоров-2012** с участием группы ведущих CFO и прямое интерактивное голосование

LEAD SPONSOR: Nordea

SPONSORS:
J.P.Morgan, RBS, Ernst & Young (Quality In Everything We Do), basware, M&A PARTNER: Swiss Appraisal, BearingPoint, Raiffeisen BANK, ING, HSBC, SAP, ORACLE, accenture (High performance. Delivered.), DataSpace, 1С:Бухучет и торговля (БИТ), Antal Russia, BAKER TILLY RUSSAUDIT, 1С-Рарус, HOME CREDIT BANK, BDO, IAL Automotive Fleet Solutions, Eurasian Development Bank

General Supporting Association: ACCA
Financial Career Partner: WorkInFin.ru
General Information Partner: gazeta.ru
Official Media Partner: интерфакс
General Internet Partner: BANKIR.RU
Press Monitoring: SCAN
General Internet Partner: SPARK

Information Partners:
The Moscow Times, CFO RUSSIA, ALTINVEST, Аналитический банковский журнал, RUSTOCKS.com, Harvard Business Review, IBCBONDS, Финансы и кредит, Эксперт Online, bne, Финам, Кредитный Консультант, Бухгалтерские новости, Корпоративная финансовая отчетность, Генеральный Директор, Б.О. Bank Review, Бизнес журнал, CEO

400+ УЧАСТНИКОВ ЕЖЕГОДНО!

«Саммит CFO – уникальная возможность встретиться с коллегами, узнать о последних тенденциях и обсудить ключевые вызовы с квалифицированными финансистами»
Дмитрий Анисимов, Финансовый директор, Russian Post

Среди более 60 докладчиков:

Виктор Беляков
Директор по экономике и финансам
Уралкалий

Шамиль Курмашов
Заместитель генерального директора по финансам и инвестициям
Аэрофлот

Дмитрий Мильштейн
Финансовый директор
Евросеть

Александр Шарабайко
Директор по экономике и финансам
ФосАгро

Николя Паско
Партнер и Финансовый директор
Brunswick Rail

Сара Кейлаарс
Вице-президент по финансам
Shell E&P Россия

Николай Соломон
Главный финансовый директор
Росатом

Геннадий Федотов
Вице-президент по экономике и планированию
Лукойл

Андрей Ильин
Директор по финансам и экономике
ЕвроХим

Роман Борисов
Финансовый директор
re:Store Retail Group

Дмитрий Анисимов
Заместитель генерального директора по финансам
Почта России

Михаил Кацнельсон
Финансовый директор
Burger King Россия

Вячеслав Соломин
Первый заместитель Генерального директора – Финансовый директор
Евросибэнерго

Бенуа Нуллан
Главный финансовый директор
AstraZeneca Россия

Лиам Халлиган
Главный экономист
Prosperity Capital Management

Владимир Преображенский
Член Совета директоров
Российская экономическая школа

Йоханн Бугге
Главный операционный директор
EQT Partners / бывший CFO
Investor AB и Electrolux

Станислав Шекшня
Профессор предпринимательского лидерства
INSEAD

Tel. +44 (0) 20 7017 7444 | cfo@adamsmithconferences.com | Fax +44 (0)20 7017 7447 | www.cfosummit-russia.com