«Мы готовы пойти на серьезные затраты, чтобы восстановить доверие граждан к государству как заемщику»

Константин ВЫШКОВСКИЙ,
директор департамента госдолга и государственных финансовых активов, Министерство финансов РФ

26 апреля Минфин РФ начал размещение дебютного выпуска ОФЗ-н — облигаций для населения. Продажи стартовали в отделениях ВТБ 24 и Сбербанка. Руководство Минфина объявило, что довольно первыми итогами и не исключает того, что в течение года объем выпуска ОФЗ-н будет доведен до 30 млрд руб. Директор департамента госдолга и государственных финансовых активов Министерства финансов РФ Константин Вышковский подробно рассказал в интервью Cbonds Review о том, как ведомство пришло к идее создания специального инструмента для населения, почему чиновники уверены в успехе проекта, планируется ли расширять список банков-агентов по продаже ОФЗ-н и как долго Минфин рассчитывает восстанавливать доверие населения к рынку государственных облигаций.

– Как вы оцениваете первые результаты размещения? Соответствуют ли они вашим ожиданиям?

– Первые итоги можно назвать весьма обнадеживающими: за первые пять дней реализации программы продано 37% выпуска на сумму 5.6 млрд руб. Средняя сумма сделки составила порядка 1 млн руб. Это свидетельствуют о том, что пока владельцами ОФЗ-н стали в основном состоятельные граждане.

– Почему все-таки Минфин пошел по пути создания специального инструмента для населения — нерыночных ОФЗ? Для вас, наверное, не секрет, что у рынка много вопросов к этому продукту...

– Вы знаете, в большинстве случаев, когда мы сталкиваемся с тем, что кто-то из участников рынка, экспертов пытается критиковать этот продукт, то оказывается, что у них нет всей информации, и они попросту некорректно интерпретируют условия этого инструмента. Это очень распространенная ситуация. Мы действительно убеждены, что ОФЗ-н — очень удачный продукт для инвестирования сбережений граждан. И его действительно не хватает на рынке. Вы спросили, почему возникла такая идея? Любой более или менее развитый рынок всегда содержит сегмент для розничных инвесторов, для граждан, это широко распространенная мировая практика. Говорить о том, что такой розничный сегмент существовал на российском рынке, до последнего времени можно было с очень большой натяжкой. Вы, наверное, знаете, что запретов на покупку обычных ОФЗ для физических лиц нет, они могут быть владельцами этих бумаг, но законодательство разрешает делать такие инвестиции только через профессиональных участников рынка, через брокеров, которые должны разъяснять гражданам все риски, связанные с вложениями в подобные инструменты.

– Не проще было облегчить физикам доступ на рынок ОФЗ, дать возможность покупать рыночные бумаги без ограничений?

– Обсуждая идею нового продукта, мы действительно встали перед таким выбором: разрешить гражданам напрямую без посредников приобретать наши обычные рыночные ОФЗ либо разработать особые бумаги для населения. В мировой практике используются оба варианта. Но мы все же решили остановиться на идее создания специального инструмента. Главная цель в этом случае — защитить граждан, не имеющих необходимых специальных знаний о рынке, от основного рыночного риска — риска изменения рыночной стоимости инструмента, который они будут приобретать. Новые ОФЗ-н не будут иметь вторичного обращения, их нельзя будет перепродавать, смена владельца по этим бумагам не предполагается. Кстати, в этой связи мы уже получили немало упреков от рыночных экспертов в том, что ОФЗ-н будет неликвидным инструментом. Это не так. В любой момент владелец бумаги может прийти в тот же самый банк-агент, где он купил облигацию, и продать ее назад эмитенту. В этом смысле с точки зрения ликвидности для владельца нет никакой разницы в том, покупает он рыночный инструмент или ОФЗ-н. Держатель бумаги всегда сможет в случае необходимости от нее избавиться, причем условия такого выкупа достаточно благоприятные, учитывая, что инвестору гарантируется возврат суммы, которую он затратил на приобретение бумаги.

– Но в этом случае инвестор теряет деньги, потраченные на уплату комиссии и не получает дохода...

– Да, инвестор должен будет заплатить комиссию, и он потеряет доход, если предъявит бумаги к выкупу в течение первого года. Но мы намеренно сформулировали условия, которые бы дестимулировали граждан продавать бумагу. То есть чем дольше вы будете ею владеть, тем более высокий доход получите. А если уж владелец облигации сможет держать ее до погашения, то получит результат, несопоставимый или существенно лучший по сравнению с инвестициями в рыночную ОФЗ или банковский депозит. Кстати, в случае с банковскими депозитами вы принимаете практически те же условия: если гражданин хочет расторгнуть депозит досрочно, он теряет накопленный доход, причем за весь период.

Нужно понимать важную вещь: этот инструмент однозначно будет для федерального бюджета затратным. Но мы готовы пойти на эти затраты, по крайней мере на первом этапе, чтобы восстановить доверие граждан к государству как к заемщику.

– Сейчас уровень доверия недостаточный?

– Один из самых распространенных вопросов, который мне задают в связи с новым инструментом: гарантирует ли государство возврат вложенных средств? Я считаю, что такая постановка вопроса

СЕГМЕНТ СПЕЦИАЛЬНЫХ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ДЛЯ НАСЕЛЕНИЯ — ТА НИША, КОТОРАЯ ДО СИХ ПОР СВОБОДНА, И ЕЕ НУЖНО ЗАПОЛНИТЬ

в принципе некорректна: речь идет о прямых обязательствах государства, это государственная облигация, и государство как заемщик обязуется не только вернуть инвестору ту сумму, которую он предоставил нам в долг, но и выплатить обещанный по бумагам доход.

Вопрос предоставления гарантий актуален скорее для негосударственных обязательств, например, как в случае с системой страхования вкладов: там присутствует кредитный риск банка, а не государства, и государство в рамках специальной программы берет на себя ответственность по обязательствам другого должника, другого заемщика.

В случае с ОФЗ-н речь идет о прямых обязательствах государства, они обеспечиваются всем имуществом государства.

Объем рынка ОФЗ сегодня составляет несколько триллионов рублей, это большой, развитый сегмент. Доверие к этому инструменту и к нам как эмитенту уже подтвердили различные категории инвесторов, как российских, так и иностранных. Более того, тенденция последнего времени — постоянно растущее присутствие нерезидентов в секторе ОФЗ. Это лишний раз подтверждает тот факт, что России как заемщику доверяют.

Поэтому если гражданин хочет найти объект для размещения своих сбережений с наименьшим уровнем риска и не хочет беспокоиться о результатах экономической деятельности эмитента, перспективах конкретной отрасли (как в случае с корпоративными заемщиками), то вложения в государственную бумагу, защищенную от неблагоприятных изменений рыночной цены, это хороший вариант. Более того, мы предлагаем еще и повышенную доходность. Я думаю, что такую щедрость государство едва ли сможет демонстрировать постоянно.

– 12 апреля Минюст зарегистрировал приказ Минфина РФ от 15.03.2017 № 38н «Об утверждении Условий эмиссии и обращения облигаций федерального займа для физических лиц». Сегодня уже можно оперировать конкретными цифрами, которыми измеряется щедрость?

– В случае если облигация приобретается в дату начала размещения, доходность к погашению ОФЗ-н серии 53001 составит 9.02% годовых до вычета комиссионного вознаграждения агентов. Как мы и заявляли ранее, есть общий принцип: по ОФЗ-н устанавливаются такие параметры, которые обеспечат держателю облигации (в случае если он владеет бумагой до погашения) доходность на полпроцента выше, чем по трехлетней рыночной ОФЗ. Принципиально важно, что в этом расчете учтен максимальный размер комиссии, которую гражданин может заплатить на этапе покупки бумаги (1.5%).

Дата окончания размещения облигаций серии 53001 — 25 октября 2017 года. В дальнейшем по каждому отдельному выпуску будет издаваться приказ, устанавливающий параметры размещения и размеры полных выплат.

На начальном этапе мы не учитываем комиссию, которую необходимо будет заплатить в процессе выкупа, так как исходим из того, что большинство инвесторов будет держать бумагу до погашения, мы создаем для этого все условия.

– Продажей бумаг займутся два банка-агента: ВТБ 24 и Сбербанк. Планируется ли все-таки этот список расширять?

– Мне очень часто задают этот вопрос. Я понимаю, если бы он звучал от банков, которые хотят поучаствовать в программе...

– А желающих среди банков нет?

– Дело в другом: обычно этот вопрос звучит с неким подтекстом, что усилий двух банков, которые мы привлекли на данном этапе, может оказаться недостаточно. Давайте не будем торопиться, посмотрим, как будут идти продажи. У каждого из выбранных банков есть широкая филиальная сеть: это порядка 600–700 отделений по всей России, более 100 отделений в Москве, которые они планируют задействовать для продажи наших бумаг.

Если мы увидим, что этого недостаточно и целесообразнее привлечь какое-то количество новых игроков, то, конечно, такую возможность рассмотрим, как минимум, исходя из соображений создания дополнительной конкуренции для банков-агентов, раз уж мы выбрали вариант, при котором покупатель бумаги выплачивает комиссию именно банку. Теоретически была альтернатива, при которой мы как эмитент возмещаем банку-агенту комиссию. Но пока в силу разных причин мы остановились на первом варианте.

– В силу каких причин?

– Это причины, связанные с определенными бюджетными ограничениями: нужны соответствующие ассигнования в бюджете, отдельная статья и так далее. На первый год реализации проекта был выбран другой вариант. Посмотрим, каковы будут фактические издержки банков-агентов, будет ли установленных уровней комиссии достаточно для покрытия этих издержек. Мы ведь не случайно выбрали банки с государственным участием: они должны понимать важность социального и политического аспектов реализации этого проекта. Его нельзя рассматривать как исключительно коммерческий проект. Хотя мы понимаем, что для коммерческих банков вопрос издержек имеет ключевое значение. В конце первого года работы будем анализировать результаты и принимать решение, нужно ли что-то корректировать.

– Очевидно же, что банки столкнутся с конфликтом интересов: у них есть определенный набор продуктов, которые более технологичны и понятны населению, предлагать их выгоднее. Как вы собираетесь решать эту проблему?

– Мы обсуждали с банками этот момент. Разумеется, они будут продолжать продавать свои продукты наравне с нашим. Но внутри каждого банка будет установлена своя система оценки, поощрения за результаты, то, что называется KPI. Это станет реальной мотивацией для конкретных сотрудников банка-агента, занятых в продаже именно нашего продукта. Если вы будете отвечать за продажу ОФЗ-н и оплата вашей деятельности будет непосредственно зависеть от объема проданного инструмента, то, наверное, для вас это станет достаточным стимулом делать свою работу максимально хорошо.

– Кстати, о мотивации банков: по сравнению с брокерскими комиссиями размеры комиссий для банков-агентов по продаже народных ОФЗ, откровенно говоря, высоковаты. Вы с этим согласны?

– Мы достаточно долго обсуждали с банками этот вопрос. И это одна из основных причин, почему мы вынуждены были отказаться от реализации проекта в прошлом году. Те значения, которые вы видите сегодня — это компромиссный вариант. Мы бы, конечно, хотели более низкий уровень, банки хотели бы более высокие комиссии. Но договорились на текущих значениях, дальше, как я уже сказал, будем смотреть на результаты.

Для банков ведь это тоже затратный проект. Мы прекрасно понимаем, что для них более технологичными являются размещение или продажа других продуктов, ориентированных на инвесторов, которые уже имеют значительные средства на депозитах, индивидуальные инвестиционные счета и так далее. Мы же поставили перед банками задачу привлечь тех граждан, которые до сих пор не вкладывали средства в рынок ценных бумаг и, возможно, даже не использовали банковский депозит. Вот такая амбициозная задача. Мы не рассчитываем, что она будет решена в первый месяц запуска программы и даже, наверное, не в первый год. Но это случится позднее. Все-таки сейчас исторические условия принципиально иные, проводить аналогии с советским прошлым, когда имели место принудительная продажа бумаг населению и случаи неисполнения обязательств со стороны государства, не совсем уместно. Сегодня это добровольный выбор каждого гражданина. Если он доверяет деньги, например, коммерческому банку, то по определению принимает на себя больший риск, чем при вложении в государственную облигацию, потому что к суверенному риску добавляет кредитный риск банка. В то время как фундаментальные показатели российской экономики и объем суверенного долга говорят о том, что вложения в государственные инструменты наименее рискованные. Есть вопрос доверия: готов ли человек в принципе извлечь из своего семейного бюджета какую-то сумму и отдать ее в долг государству. Эту задачу надо решать. И мы ставим перед собой цель это доверие восстановить.

Объективно сегодня российский рынок госдолга предлагает достаточно широкую линейку продуктов, которые бы удовлетворяли потребностям различных категорий инвесторов. Но сегмент специальных долговых инструментов для населения — та ниша, которая до сих пор свободна, и ее нужно заполнить.

– И все-таки не совсем понятна логика: для чего нужно было изобретать новый инструмент, если есть традиционные рыночные ОФЗ? Тем более что в последние годы регулятор сделал достаточно много, чтобы привлечь на рынок именно частных инвесторов: индивидуальные инвестиционные счета, налоговые льготы и так далее.

– Этот канал никто не закрывает: если вы уже достаточно продвинутый инвестор, понимаете все риски и готовы их принимать, то можете открыть индивидуальный инвестиционный счет и приобретать на него все доступные инструменты: госбумаги, корпоративные облигации, акции и так далее. Но при этом вы должны четко осознавать тот факт, что российский рынок волатильный. Напомню события декабря 2014 года, когда котировки рыночных инструментов драматически упали. Если бы вы были владельцем рыночных инструментов, то потеряли бы на тот момент существенную часть своих вложений.

– Но ведь это и есть повышение финансовой грамотности: объяснить людям, что есть такое понятие, как изменение цены…

– Точно, но если вы не умеете плавать, то бросать вас в воду в надежде, что вы от страха научитесь плавать, слишком экстремально. Наверное, это не совсем правильный вариант, если мы говорим о населении в общей массе. Очевидно, что к сложным операциям на финансовом рынке склонна очень небольшая доля населения, для большинства людей это несвойственные риски. Для них сегодня фактически единственным вариантом вложения средств является банковский депозит. В этом смысле наш новый инструмент во многом похож на банковский депозит, но уже содержит целый ряд элементов, связанных с рынком ценных бумаг. Повторю, несмотря на то что ОФЗ-н не будет иметь вторичного обращения, цена размещения будет непосредственно определяться ситуацией на рынке на момент покупки. Впоследствии гражданин будет защищен от этих изменений цены, но в момент приобретения он сможет увидеть эту взаимосвязь, получить общее представление о том, что такое доходность, что такое цена покупки, из чего она складывается, что такое накопленный купонный доход. В этом, на наш взгляд, и заключается механизм повышения финансовой грамотности. В дальнейшем с этими знаниями наш инвестор сможет участвовать в полноценном рынке ценных бумаг, приобретая рыночные инструменты.

БАНКИ С ГОСУЧАСТИЕМ ДОЛЖНЫ ПОНИМАТЬ ВАЖНОСТЬ СОЦИАЛЬНОГО И ПОЛИТИЧЕСКОГО АСПЕКТОВ РЕАЛИЗАЦИИ ЭТОГО ПРОЕКТА

– Давайте еще о рисках: гипотетически, например, нельзя исключать риск того, что Минфин через год может взять и принудительно выкупить бумаги у владельцев.

– Что такое принудительный выкуп? Это неготовность эмитента, должника исполнять обязательствааа на первоначальных, обещанных условиях. Вложение в любой долговой инструмент сопряжено с кредитным риском. Кредитный риск Российской Федерации сейчас минимальный, и этот факт не оспаривается никем. Нет никаких предпосылок говорить о том, что в силу каких-то макроэкономических событий Россия откажется исполнять обязательства по своим долгам. С этой точки зрения вложения в любой другой инструмент на российском рынке могут рассматриваться как более рискованные, даже если гражданин это не очень хорошо понимает сейчас и убежден, что средства, внесенные на депозит в Сбербанке, защищены лучше, чем деньги, вложенные в государственную облигацию.

– Есть ли вероятность, что, к примеру, через год государство все же разрешит вторичный рынок этих инструментов?

– Это исключено. Если вы ознакомитесь с условиями эмиссии, то увидите, что в них предусмотрен запрет на вторичное обращение, запрет на смену владельца, за исключением случая наследования бумаги. Во всех других случаях владелец не сможет бумагу никому продать, такая сделка просто не будет зарегистрирована, права нового владельца не будут признаны. Единственная возможность — продать бумагу назад эмитенту.

– Сколько будет стоить государству вся эта история?

– Я уже сказал, что для нас это будет затратный продукт. Мы действительно готовы предлагать населению полпроцента премии при заимствованиях на три года, имея возможность этот же объем привлечь на рынке под меньшую доходность. Возникает вопрос, зачем государству повышать свои расходы на привлечение ресурсов? Ответ простой: мы работаем в долгую, у нас есть стратегическая цель — восстановить доверие граждан, получить новый тип инвестора в государственные ценные бумаги. И это не решается в апреле или в 2017 году в рамках одного выпуска. Это долгосрочная задача.

– Отдельные регионы уже несколько лет практикуют размещения народных облигаций. Их опыт вы изучали?

– Скажу откровенно, назвать эти бумаги облигациями для населения можно с очень большой натяжкой. К примеру, ни в одном из выпусков не было встроенных механизмов, запрещающих институционалам инвестировать в эти бумаги. Руководство Томской области не так давно озвучило данные о том, что средний объем покупки региональных бумаг для населения составляет 700 тыс. руб. По-моему, не надо быть большим специалистом на рынке, чтобы понять, что такой крупный лот не может быть со стороны граждан. В регионах у населения просто нет финансовых возможностей, чтобы делать столь крупные вложения в облигации. У нас даже средний размер депозитов существенно меньше. Поэтому очевидно, что во многом это была декларативная история, и реальными владельцами бумаг зачастую являются вовсе не граждане. В нашем случае структура инструмента исключает возможность инвестирования в ОФЗ-н для юридических лиц. Кроме того, мы ограничили максимальный размер лота в одном выпуске. Все это элементы защиты от ситуации арбитража. Вы же понимаете, что если на рынке есть две бумаги одного эмитента с одинаковым сроком погашения, при этом по одной из бумаг доходность на полпроцента выше, чем по другой, у профессиональных участников рынка несомненно возникает определенный соблазн. Вот мы и попытались защититься от такой ситуации.

Так что примеры из опыта субъектов, на наш взгляд, не очень удачные. Мы исходим из того, что Минфин со своей структурой облигации для населения является пионером на рынке.

– А опыт иностранных коллег Минфин анализировал?

– Естественно, и очень внимательно. Существенная часть времени в прошлом году ушла именно на это. Есть масса вариантов подобных инструментов. Та конструкция, которую мы разработали, — результат серьезного, глубокого изучения. Нам показалось, что именно такая структура является оптимальной на данном этапе. Но, повторюсь, время покажет. Рынок оценит, насколько мы оказались правы.

Беседовала **Антонина ТЕР-АСТВАЦАТУРОВА**

МЫ НАМЕРЕННО СФОРМУЛИРОВАЛИ УСЛОВИЯ, КОТОРЫЕ БЫ ДЕСТИМУЛИРОВАЛИ ГРАЖДАН ПРОДАВАТЬ БУМАГУ