«Государство сделало главный шаг — создало ликвидный рынок флоатеров»

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

Облигации федерального займа с переменным купоном — пожалуй, единственный полноценный, ликвидный сегмент рынка инструментов с плавающими ставками в России. Cbonds Review поговорил с директором департамента госдолга и государственных финансовых активов Минфина России Константином Вышковским о том, в чем причина успеха ОФЗ-ПК у инвесторов, чем руководствовалось ведомство при выборе референсной ставки и почему ведомство не планирует в ближайшее время предлагать рынку новые инструменты, привязанные к ставкам денежного рынка.

В МИРОВОЙ ПРАКТИКЕ ОСНОВНЫМ ДРАЙВЕРОМ ДЛЯ УСТОЙЧИВОГО РАЗВИТИЯ РЫНКА FRN ЯВЛЯЕТСЯ НАЛИЧИЕ НА НЕМ «ЕСТЕСТВЕННОГО» ПРОДАВЦА КРАТКОСРОЧНЫХ СТАВОК

— Какие потребности и задачи решает ведомство, размещая ОФЗ с переменным купоном? Каковы мотивы эмиссии этих инструментов для вашего ведомства?

— Минфин России начал размещать ОФЗ с переменным купонным доходом (ОФЗ-ПК) с января 2015 года в условиях резкого роста доходностей ОФЗ с фиксированным купоном, который был связан с переходом Банка России к плавающему курсу рубля и необходимостью значительно поднять ключевую ставку. Тогда размещение нового инструмента позволило Минфину выполнить программу государственных внутренних заимствований 2015 года в полном объеме, не прибегая к значительному наращиванию расходов на обслуживание госдолга. За счет ОФЗ-ПК мы привлекли почти половину необходимых средств (48.2%).

Стратегия размещения ОФЗ с переменным и постоянным купонным доходом заключается в следующем. При относительно стабильной ситуации на рынке и тренде на снижение процентных ставок мы делаем упор на размещении средне- и долгосрочных ОФЗ-ПД. Напротив, в периоды повышенной волатильности процентных ставок предпочтение отдается эмиссии «защитных» инструментов — ОФЗ-ПК, а также ОФЗ-ИН.

В целом эмиссия ОФЗ-ПК и ОФЗ-ИН — это один из способов минимизации стоимости привлечения заемных средств на длительный срок в условиях, когда процентные ставки по инструментам с фиксированным доходом (ОФЗ-ПД) объективно завышены. Однако выпуск таких облигаций сопряжен для эмитента с процентным риском, то есть риском роста стоимости обслуживания долга в будущем. Как следствие, объем эмиссии этих инструментов не может не быть ограничен. Мы исходим из того, что совокупная доля ОФЗ-ПК и ОФЗ-ИН в общем объеме государственного внутреннего долга, выраженного в ценных бумагах, не должна превышать отметку в 20% (без учета ОФЗ, переданных в качестве имущественного взноса в АСВ). В настоящее время данный показатель уже составляет порядка 18.5%[1].

Динамика цен на ОФЗ-ПК показывает, что они значительно менее волатильны, чем ОФЗ-ПД, то есть выполняют роль так называемых «защитных» бумаг. Поэтому мы предлагаем на аукционах такие облигации в случае неблагоприятной рыночной конъюнктуры — в моменты коррекций доходностей ОФЗ-ПД, а также в целях поддержания их ликвидности на вторичном рынке.

— Как вы считаете, в чем залог успеха именно рыночного размещения инструментов с плавающей ставкой?

— Как уже было сказано, с начала 2015 года мы регулярно предлагаем на аукционах ОФЗ с переменным купонным доходом. Благодаря выпуску ОФЗ-ПК и ОФЗ-ИН Минфин России смог в 2015 году привлечь 67% необходимых средств, а в 2016 году — 40%.

Залог успеха размещения ОФЗ-ПК обусловлен их структурой, которая защищает инвесторов от процентного риска. По сути, инвестор получает по ним текущую рыночную ставку, и ему не нужно беспокоиться о ее возможном росте, как это происходит с ОФЗ-ПД. Флоатеры являются одними из самых ликвидных ОФЗ, объем торгов по ним зачастую соответствует объему торгов бенчмарк-выпусков ОФЗ-ПД. Кроме того, низкая волатильность ОФЗ-ПК привлекает российские банки возможностью использовать эти инструменты для выполнения нормативов Банка России.

— Какой выпуск флоатеров ведомства вы считаете наиболее успешным и почему?

— Если успешность выпуска оценивать уровнем инвесторского спроса на наших аукционах, то по ОФЗ-ПК в период 2015–2016 годов он был более чем значительный: аукционы по размещению этих бумаг проходили с кратной переподпиской. Можно смело сказать, что все выпуски ОФЗ-ПК, размещенные или размещаемые на аукционах, являются ликвидными, и инвесторы отдают предпочтение той или иной бумаге исходя из своих текущих потребностей.

Важнейшими целями выпуска ОФЗ-ИН являются привлечение на рынок государственных облигаций новой категории национальных инвесторов — управляющих пенсионными средствами и создание рыночного индикатора инфляционных ожиданий.

— Что влияет в вашем случае на выбор референсной ставки, класса бенчмарка? Какой тип бумаг вы считаете для себя наиболее эффективным?

— При выборе референсной ставки нам важна была ее репрезентативность, признание широким кругом участников рынка. Ставка должна была рассчитываться на

[1] По данным Минфина России на 1 июля 2017 года, без учета объема ОФЗ-ПК, переданных банкам ГК «АСВ» на условиях «возврата» банками купонных выплат по полученным ОФЗ в бюджет через ГК «АСВ».

основе фактических сделок, при ее расчете должны использоваться данные значительного количества банков, а объем сделок должен быть достаточным, чтобы считать ставку репрезентативной. Конечно, при выборе процентной ставки мы проводили консультации с участниками рынка. Решение о выборе ставки RUONIA стало компромиссным вариантом, который устраивал и нас как эмитента, и участников рынка.

Мы понимали, что есть риск манипулирования ставкой RUONIA при определении ставки купона, а также риск повышенной волатильности в день ее фиксации для определения очередного купонного платежа. Поэтому при определении ставки купонного дохода решили использовать усредненные значения RUONIA (за шесть месяцев). Из-за этой особенности структура ОФЗ-ПК несколько не соответствует классическим примерам флоатеров, которые известны в мировой практике. Данный факт вызвал критику со стороны профессионального сообщества, тем не менее ОФЗ-ПК стали самыми востребованными инструментами в период серьезного ухудшения ситуации на рынке. В настоящее время эти бумаги пользуются большой популярностью у российских участников. Несмотря на определенную нестандартность структуры ОФЗ-ПК, мы наблюдаем интерес к ним и со стороны нерезидентов.

— Участники рынка отмечают в качестве одной из проблем развития рынка инструментов с плавающей ставкой разнообразие референсных ставок и способов их расчета. Вы с этим согласны?

— Хотя в определенный момент мы и столкнулись с проблемой выбора референсной ставки, не думаю, что сам факт разнообразия ставок денежного рынка может каким-либо образом препятствовать развитию рынка флоатеров, скорее, даже наоборот.

— Есть ли у ведомства планы в ближайшее время выйти на рынок с новым предложением облигаций с плавающей ставкой? Если да, то что это будут за бумаги и в каком объеме?

— В зависимости от рыночной конъюнктуры или в целях поддержания ликвидности на аукционах по размещению ОФЗ мы предлагаем ОФЗ-ПК в небольших объемах по 10—15 млрд руб. Как я уже упоминал, у нас есть среднесрочное ограничение по доле флоатеров в объеме внутреннего госдолга. На текущий год предельный объем размещения ОФЗ-ПК и ОФЗ-ИН мы оцениваем в размере около 340 млрд руб., за первое полугодие 2017 года мы разместили немногим более 140 млрд руб.

Предлагать какие-либо новые инструменты, привязанные к ставкам денежного рынка, в настоящее время не планируем. Не думаю, что плодить различные инструменты одного типа является хорошей практикой для суверенного эмитента. При размещении нового инструмента или изменении структуры существующего необходимо решить, что делать со старыми, уже обращающимися бумагами.

— Может ли рынок ждать от Минфина новых выпусков бумаг с привязкой к инфляции?

— После размещения дебютного выпуска ОФЗ-ИН в апреле 2016 года мы подготовили новый пятилетний выпуск ОФЗ-ИН, однако пока не смогли предложить его рынку. На мой взгляд, это можно объяснить следующими причинами.

Во-первых, в мировой практике основными покупателями инструментов с защитой от инфляции выступают такие институциональные инвесторы, как пенсионные фонды и страховые компании. Они обладают значительными объемами средств, которые инвестируются на достаточно длинном горизонте. У таких участников рынка сложилась определенная культура инвестирования в соответствующие инструменты. В то же время российские участники, в том числе негосударственные пенсионные фонды, ориентированы прежде всего на получение текущего дохода, в частности от изменения цены, что для ОФЗ-ИН возможно только в случае роста уровня инфляции.

Во-вторых, в настоящее время мы наблюдаем устойчивый тренд на замедление инфляции. Поэтому можно сказать, что на текущем этапе ОФЗ-ИН не пользуется спросом у инвесторов по естественным причинам. Инвестор видит, что инфляция снижается, то есть облигация все меньше и меньше индексируется на инфляцию, и делает вывод, что ему выгоднее вложиться в ОФЗ-ПД, чем в ОФЗ-ИН. Эту тенденцию мы и наблюдаем с 2015 года.

Ожидать увеличения спроса на ОФЗ-ИН, я думаю, стоит после стабилизации уровня инфляции либо в случае появления ожиданий по ее росту. Мы постоянно мониторим спрос на ОФЗ-ИН, находимся в контакте с банками-агентами, которые помогали нам в размещении дебютного выпуска этих инструментов, и при первом же подходящем случае предложим новый выпуск линкеров участникам рынка.

— Доля суверенных облигаций с плавающей ставкой на российском рынке в целом ниже, чем на прочих рынках развивающихся стран. Как вы считаете, почему? Можно ли ожидать, что государство продолжит определять рост этого рынка?

— Доля флоатеров на рынке в существенной степени определяется состоянием экономики и рынка капитала той или иной страны. Российский финансовый рынок отличает повышенная волатильность, следовательно, значительная доля флоатеров на рынке будет негативным образом отражаться на нашей бюджетной и долговой устойчивости. В связи с этим объем эмиссии таких инструментов находится у нас под особым контролем, и пока мы не делаем ставку на существенный рост этого рынка.

— Каковы перспективы развития рынка корпоративных облигаций с плавающим купоном в России? Будет ли этот рынок развиваться в дальнейшем? Нужны ли какие-то усилия государства в этом направлении?

— На мой взгляд, государство сделало главный шаг — создало ликвидный рынок государственных облигаций данного типа, дальше — это уже вопрос к компаниям. Каждый эмитент сам решает, как ему наиболее выгодно привлечь необходимые средства, исходя из своих уникальных возможностей, потребностей и ограничений.

— Что, на ваш взгляд, мешает более активному развитию рынка FRN в России?

— Как показывает мировая практика, основным драйвером для устойчивого развития рынка FRN является наличие на нем «естественного» продавца краткосрочных ставок. На развитых рынках в этой роли выступают, например, финансовые институты, осуществляющие выпуск ипотечных облигаций, то есть «переупаковывающие» ипотечные займы населения, которые, как правило, привязаны к ставкам денежного рынка, в ипотечные облигации. Пенсионная реформа у нас не завершена, а рынок ипотечных облигаций пока крайне ограничен и неликвиден.