

Рынок ОФЗ На пороге перемен

- Рынок государственных рублевых облигаций (ОФЗ) может отличаться существенной волатильностью в 2007 г. На фоне возможного некоторого ухудшения ситуации с рублевой ликвидностью и снижения ожиданий по укреплению рубля негативные технические факторы могут способствовать росту доходностей ОФЗ на 20-40 б. п. в первом полугодии. В случае оперативного принятия ряда мер, направленных на увеличение емкости рынка ОФЗ, доходности гособлигаций во второй половине текущего - начале следующего года могут возобновить тенденцию к снижению, потенциал которого мы оцениваем на уровне 50 б. п.
- Объемы эмиссии ОФЗ в первые шесть месяцев текущего года почти в полтора раза превысят аналогичные показатели первого полугодия прошлого года. При этом мы не исключаем, что с учетом новых потребностей бюджета во втором полугодии 2007 г. программа государственных внутренних заимствований будет скорректирована в сторону увеличения.
- Новые перспективы увеличения государственных внутренних заимствований заключаются также в переходе к бюджетному планированию, основанному на нефтегазовом балансе. По нашим оценкам, в 2008 г. объем выпуска ОФЗ может превысить 400 млрд руб.
- Мы убеждены, что для безболезненного повышения емкости рынка необходимы качественные изменения ОФЗ как продукта. Учитывая текущие рыночные и экономические реалии, это не является сверхзадачей. Изменения должны быть направлены на повышение ликвидности гособлигаций, введение института первичных дилеров, развитие рынка производных инструментов и расширение круга потенциальных инвесторов в государственные облигации.
- Одно из главных препятствий на пути резкого повышения ликвидности государственных долговых обязательств – высокий уровень комиссий, взимаемых ММВБ при осуществлении операций купли-продажи облигаций.
- С целью снижения рисков волатильности государственных облигаций при размещении ОФЗ целесообразно главным образом ориентироваться на внутренний спрос. По нашим консервативным оценкам, потенциальная дополнительная емкость рынка ОФЗ составляет около 200 млрд руб.
- Для дальнейшего развития инфраструктуры рынка государственных заимствований одним из ключевых решений может быть учреждение института первичных дилеров. Стимулом для участия финансовых институтов в этой системе могло бы стать предоставление дилерам услуги РЕПО по гарантированной ставке за счет регулярно скапливающихся на казначейских счетах Минфина неизрасходованных бюджетных средств.
- Важнейшим направлением развития рынка гособлигаций является внедрение производных инструментов на ОФЗ – в первую очередь, фьючерсных и форвардных контрактов. Как показывает мировая практика, рост объемов операций с производными инструментами способствует резкому увеличению торговых операций и с базовыми активами.

Негативные технические факторы могут способствовать росту доходностей ОФЗ в первом полугодии 2007 г. на 20-40 б. п.

Меры по увеличению емкости рынка ОФЗ будут способствовать возможному росту котировок гособлигаций во второй половине года.

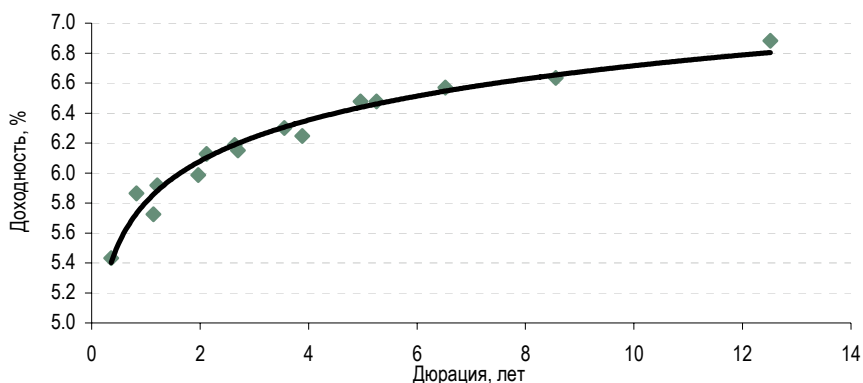
Инвестиции в ОФЗ – второй год подряд одно из самых доходных инвестиционных решений.

Инвестиционный вывод

Рынок государственных рублевых облигаций (ОФЗ) может отличаться существенной волатильностью в 2007 г. Мы придерживаемся негативного взгляда на динамику котировок ОФЗ в первом полугодии 2007 г. Заявленные объемы размещения гособлигаций в первом-втором кварталах почти в полтора раза превосходят аналогичные показатели прошлого года. При этом в условиях приближения парламентских и президентских выборов социальная нагрузка на бюджет может возрасти, и правительство, возможно, будет вынуждено увеличить программу государственных внутренних заимствований на второе полугодие. На фоне вероятного некоторого ухудшения ситуации с рублевой ликвидностью и снижения ожиданий по укреплению рубля негативные технические факторы могут способствовать росту доходностей ОФЗ на 20-40 б. п. Мы не прогнозируем более существенного роста доходностей гособлигаций, так как средние ставки денежного рынка, по нашим оценкам, сохранятся на относительно низком уровне (2.5-4.5%). Кроме того, сдерживающим фактором для роста доходностей станет возможность рефинансирования под ОФЗ в Банке России по гарантированной ставке 6.0%.

Наш прогноз по динамике доходностей ОФЗ во втором полугодии 2007 г. зависит от того, предпримет ли Минфин совместно с другими регулирующими органами ряд мер, направленных на увеличение емкости рынка внутренних государственных заимствований. Мы убеждены, что текущая инфраструктура рынка внутренних госзаимствований практически исключает возможность оперативного наращивания рублевого госдолга без риска роста доходностей. Более того, резкое увеличение заимствований может оказать разрушительное воздействие на рынок гособлигаций. Вместе с тем, в случае оперативного принятия соответствующих мер по дальнейшему развитию рынка ОФЗ мы прогнозируем стабилизацию котировок гособлигаций и возобновление их роста. При таком сценарии развития ситуации на рынке госзаимствований снижение доходностей ОФЗ во второй половине текущего - начале следующего года может составить до 50 б. п.

Рисунок 1. Кривая доходности ОФЗ



Источник: ММВБ

Сохранит ли рынок ОФЗ привлекательность в 2007 году?

За ОФЗ в 2006 г. закрепился статус индикативных рублевых облигаций. Инвестирование в ОФЗ второй год подряд является одним из самых доходных инвестиционных решений (в прошлом году эти облигации принесли своим держателям более 8.0% годовых). Для сравнения: совокупный доход индекса суверенных еврооблигаций EMBI+Russia по итогам года вырос только на 5.4%. С учетом номинального укрепления рубля (на 9.6% против доллара и на 4.2% против корзины доллар-евро) в 2006 г. было намного выгоднее инвестировать в рублевые суверенные облигации, чем в суверенные еврооблигации.

Один из ключевых факторов устойчивого спроса на ОФЗ – сохраняющийся разрыв между доходностями гособлигаций и ставками РЕПО по этим инструментам. Например, в течение всего 2006 г. доходность короткого выпуска ОФЗ 46001 оставалась заметно выше однодневной ставки MOIBOR. Средний спрэд между ОФЗ 46001 и MOSIBOR по итогам 12 месяцев составил около 230 б. п. Ставка РЕПО под ОФЗ, как правило, превышает однодневную ставку *overnight* на 50-70 б. п. При этом в периоды неблагоприятной конъюнктуры на денежном рынке всегда существует возможность рефинансироваться под ОФЗ по гарантированной ставке, не превышающей 6.15% при дисконте 2.5%. Таким образом, даже если ставки денежного рынка сохраняются на относительно высоком уровне, при условии использования финансового рычага доход от инвестирования в гособлигации может превысить 20%. В рамках указанной инвестиционной стратегии инвестор не принимает на себя сколько-нибудь существенный кредитный риск.

Сохранится ли привлекательность ОФЗ в наступающем году? Если рассматривать этот вопрос с точки зрения традиционно анализируемых факторов, то можно дать утвердительный ответ. Мы не ожидаем существенного изменения политики Банка России в отношении процентных ставок, средний уровень которых в течение года останется относительно низким (2.5-4.5%). Мы позитивно оцениваем перспективы дальнейшего укрепления рубля, что повысит привлекательность рублевых гособлигаций для иностранных инвесторов (см. наш отчет «Аргументы в пользу укрепления рубля не изменились» от 18 декабря 2006 г.). Кроме того, спросу на ОФЗ со стороны иностранных инвесторов может способствовать включение гособлигаций в крупнейший глобальный индекс Lehman Brothers Aggregate Bond Index (очередное заседание индексного комитета намечено на апрель). Таким образом, сохраняется вероятность снижения доходностей ОФЗ по итогам года на 20-30 б. п.

Однако перспективы рынка ОФЗ в 2007 г. могут оказаться и не такими радужными. В условиях вступления России в период парламентских (декабрь 2007 г.) и президентских выборов (март 2008 г.) социальная нагрузка на бюджет может возрасти, что может потребовать увеличения расходов и, как следствие, привести к росту объема заимствований. Кроме того, резкому росту выпусков гособлигаций может способствовать переход России в ближайшие годы на нефтегазовый бюджет.

Программа госзаимствований на 2007 г.

Федеральным Законом «О федеральном бюджете на 2007 г.» предусмотрены заимствования в иностранной валюте в незначительном объеме USD763.6 млн. При этом законом не предусмотрен выпуск еврооблигаций, а львиная доля внешних заимствований приходится на кредиты и займы международных финансовых организаций (USD718.9 млн). В последние годы российское правительство четко придерживалось консервативной стратегии по увеличению внешнего долга, и главным инструментом заемной политики были государственные рублевые облигации.

Программой государственных внутренних заимствований на 2007 г. предусмотрен выпуск ОФЗ в объеме 225 млрд руб. против 186 млрд руб. годом ранее. Учитывая расширяющийся круг инвесторов в государственные рублевые облигации, увеличение эмиссии ОФЗ вряд ли можно считать значительным. Основная часть государственных заимствований планируется в первом полугодии: объем выпуска ОФЗ в первом и втором кварталах составит 81 млрд руб. и 73 млрд руб. соответственно. Это значит, что объем привлеченных в первые шесть месяцев текущего года средств почти в полтора раза превысит объемы заимствований в первом полугодии 2006 г. (154 млрд руб. против 103 млрд руб.), что весьма существенно в условиях ухудшения ситуации с ликвидностью. Во втором полугодии объем предложения ОФЗ составит всего 71 млрд руб. против 83 млрд руб. в прошлом году. В четвертом квартале планируется выпустить ОФЗ только на 25 млрд руб. (рис. 2).

Один из ключевых факторов устойчивого спроса на ОФЗ – сохранение разрыва между доходностями гособлигаций и ставками РЕПО.

Однако с учетом возможного увеличения заимствований перспективы рынка ОФЗ в 2007 г. могут оказаться менее радужными.

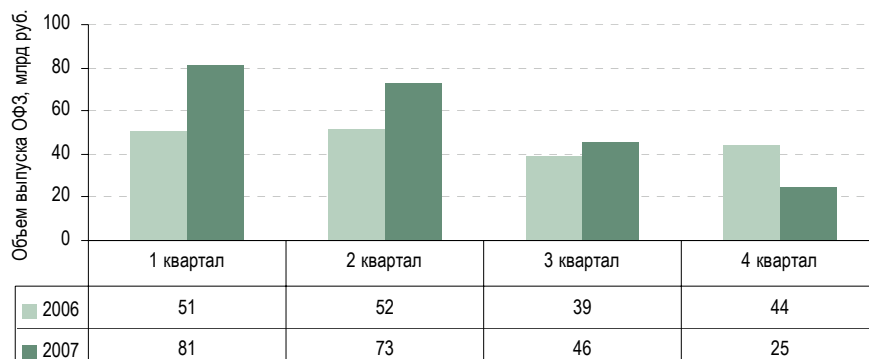
Объем выпуска ОФЗ в первом полугодии 2007 г. почти в полтора раза превысит объемы заимствований за аналогичный период прошлого года.

Мы не исключаем, что во втором полугодии программа государственных внутренних заимствований будет увеличена.

Новые перспективы увеличения государственных внутренних заимствований открывает переход к бюджетному планированию, основанному на ненефтегазовом балансе.

Учет в доходной части бюджета только не связанных с нефтяной и газовой отраслями поступлений ведет к образованию заметного бюджетного дефицита.

Рисунок 2. Поквартальный график эмиссии ОФЗ в 2006-2007 гг.



Источник: Минфин

Невысокий объем заимствований во втором полугодии Минфин объясняет возможным осложнением ситуации с ликвидностью (традиционным для четвертого квартала 2005-2006 гг.). Однако следует отметить, что даже в условиях высоких ставок денежного рынка в конце прошлого года на большинстве аукционов ОФЗ спрос намного превышал предложение (более чем в два раза), и возможность увеличения заимствований в предвыборный год у Минфина, несомненно, есть. Таким образом, мы не исключаем, что с учетом новых потребностей бюджета во втором полугодии 2007 г. программа государственных внутренних заимствований будет скорректирована в сторону увеличения. Решение об увеличении заимствований, скорее всего, будет принято и доведено до сведения участников рынка в первом полугодии. Это может оказать дополнительное негативное давление на котировки гособлигаций.

Ненефтегазовый бюджет

Этим потенциальные угрозы для инвесторов в ОФЗ не ограничиваются. Новые перспективы увеличения государственных внутренних заимствований открывает переход к бюджетному планированию, основанному на ненефтегазовом балансе. Минфин стремится снизить зависимость экономики от использования невозобновляемых природных ресурсов, что требует проведения особой экономической политики. Концепция несырьевого бюджета предусматривает разделение доходов, поступающих из сырьевого и несырьевого секторов экономики. В российских условиях к сырьевым доходам можно отнести доходы от добычи и реализации нефти, природного газа, черных и цветных металлов, продукции лесной промышленности и прочих невозобновляемых ресурсов. Вместе с тем, для формирования несырьевого бюджета целесообразно учитывать те виды сырья, которые вносят ощутимый вклад в доходы экономики и бюджета. Этому критерию в российских условиях соответствуют нефтяная и газовая отрасли. Доходы от нефтегазового сектора составляют около 50% от общего объема доходов федерального бюджета. Именно эти доходы и предлагается отделять при формировании бюджетной политики.

В соответствии с методологией формирования ненефтегазового бюджета к основным нефтегазовым доходам Минфин предлагает относить:

- налог на прибыль организаций, зачисляемый в федеральный бюджет в части доходов от реализации нефтегазовой продукции;
- акцизы на бензин, дизельное топливо, моторные масла, производимые на территории России;
- налог на добычу природных ископаемых, поступающий в федеральный бюджет от добычи нефти, газа и газового конденсата;
- вывозные таможенные пошлины на сырую нефть, природный газ и товары нефтепереработки.

Принимая во внимание текущий уровень расходов федерального бюджета, учет в его доходной части только поступлений, не связанных с нефтяной и газовой отраслями, может привести к образованию заметного бюджетного дефицита. При этом нефтегазовый дефицит бюджета не обязательно покрывается нефтегазовыми доходами. Его также можно будет финансировать за счет заимствований, поступлений от приватизации, продажи госзапасов и других источников. Часть нефтегазового дефицита, которая покрывается нефтегазовыми доходами, можно определить как нефтегазовый трансферт в бюджет.

17 августа 2006 г. правительство одобрило перспективный финансовый план на период 2007-2009 гг. Согласно плану, нефтегазовый дефицит бюджета может составить 5.4% ВВП в 2007 г., 5.3% – в 2008 г. и 4.2% – в 2009 г. С учетом предлагаемого Минфином уровня нефтегазового трансферта можно спрогнозировать объемы заимствований с целью финансирования дефицита. Уже в 2008 г. потребность в дополнительном финансировании может заметно увеличиться. Очевидно, что главным источником привлечения дополнительных финансовых ресурсов является внутренний рынок облигаций, поэтому объемы выпуска ОФЗ в ближайшие годы могут резко возрасти. Например, в 2008 г. объем эмиссии гособлигаций может превысить 400 млрд руб. (табл. 1).

Таблица 1. Прогноз нефтегазового баланса федерального бюджета (2007-2009 гг.)

	2007	2008	2009
Доходы бюджета, % ВВП	22.3	19.8	19.3
- нефтегазовые	10.2	7.9	6.4
- нефтегазовые	12.1	12	12.9
Расходы, % ВВП	17.5	17.3	17.1
Профицит, % ВВП	4.8	2.6	2.2
Нефтегазовый дефицит бюджета, % ВВП	-5.4	-5.3	-4.2
Нефтегазовый трансферт, % ВВП	4.8	4.1	3.7
Дефицит бюджета, требующий дополнительного финансирования, % ВВП	-0.6	-1.2	-0.5
Дефицит бюджета, требующий дополнительного финансирования, млрд руб.	242	418	193
<i>Справочно:</i>			
Прогноз ВВП России, млрд руб.	302 834	34 877	38 674
Прогноз цены на нефть, USD/бар.	61	54	48
Фактическая цена отсечения, USD	33.5	34.0	31.5

Источники: Минфин, оценка Ренессанс Капитала

С нашей точки зрения, сложившаяся в настоящий момент инфраструктура рынка внутренних государственных заимствований практически исключает возможность оперативного наращивания рублевого госдолга без риска роста доходностей. Наиболее легкий путь – увеличение объемов выпуска гособлигаций за счет предоставления премий на аукционах – также представляется опасным. Возникает риск оттока средств с падающего рынка и, как следствие, потеря интереса инвесторов к данному сектору. Последующее восстановление рынка госзаимствований (т. е. восстановление доверия инвесторов к нему) может происходить очень медленно, что на долгое время лишит государство эффективного инструмента заемной политики. С нашей точки зрения, для безболезненного увеличения емкости рынка необходимы качественные изменения ОФЗ как продукта, что не представляется сверхзадачей, учитывая текущие рыночные и экономические реалии. Указанные изменения должны быть направлены на повышение ликвидности гособлигаций, введение института первичных дилеров, развитие рынка производных инструментов и расширение круга потенциальных инвесторов в государственные облигации. Ниже мы бы хотели обсудить основные направления возможного развития рынка гособлигаций.

В ближайшие годы возможно существенное увеличение выпуска ОФЗ. Например, в 2008 г. объем эмиссии гособлигаций может превысить 400 млрд руб.

Мы убеждены, что для безболезненного увеличения емкости рынка необходимы качественные изменения ОФЗ как продукта.

Потенциал для дальнейшего развития рынка ОФЗ сохраняется, и его реализация в кратчайшие сроки по-прежнему должна быть приоритетной государственной задачей.

Одно из главных препятствий на пути резкого повышения ликвидности ОФЗ – высокий уровень комиссий, взимаемых ММВБ при осуществлении операций купли-продажи облигаций.

Инвесторы не заинтересованы в частом совершении сделок с ОФЗ, что существенно ограничивает ликвидность таких инструментов.

Ликвидность – ключевое преимущество индикативных облигаций **Цель ОФЗ – квазиденьги**

В последние несколько лет была проделана эффективная работа по существенному повышению ликвидности рынка госзаимствований. Переход к новой аукционной политике, предусматривающей размещение ОФЗ в заранее установленные даты; концентрация ликвидности в крупных эталонных выпусках (3, 5, 10, 15, 30 лет); отмена норматива резервирования для иностранных инвесторов с либерализацией счета капитальных операций – все эти шаги позволили заметно расширить базу инвесторов в гособлигации. Важным фактором, стабилизирующим доходности ОФЗ в периоды высоких ставок денежного рынка, является возможность безусловного рефинансирования гособлигаций через инструмент однодневного прямого РЕПО Банка России.

Ликвидный рынок ОФЗ – эффективный инструмент денежно-кредитной политики

Однако существенный потенциал для дальнейшего развития рынка ОФЗ сохраняется и, учитывая важнейшую роль государственных заимствований как инструмента денежно-кредитной политики, его реализация в кратчайшие сроки по-прежнему должна быть приоритетом. Как известно, одной из ключевых задач, стоящих перед монетарными властями, является сдерживание темпов роста цен, т. е. борьба с инфляцией, которая фактически является налогом на бедность и зачастую сводит на нет многие социальные инициативы правительства. В январе рост цен может превысить 2.0%, что сделает трудновыполнимой цель по удержанию инфляции на запланированном уровне в 6.5-8.0% – более амбициозном, чем в прошлом году. Предлагаемые в настоящее время органами исполнительной власти антиинфляционные меры в основном направлены на сглаживание последствий стремительно растущей денежной массы (49% в 2006 г. и 38.6% в 2005 г.). В этих условиях без наличия в арсенале монетарных властей высоколиквидных инструментов, с помощью которых можно осуществлять эффективное регулирование избыточной денежной массы, реализовать указанные меры, на наш взгляд, невозможно.

Комиссия ММВБ – барьер между денежным рынком и ОФЗ

Одним из главных препятствий на пути резкого повышения ликвидности государственных долговых обязательств является высокий уровень комиссий, взимаемых ММВБ при осуществлении операций купли-продажи облигаций. Так, по сделкам с ОФЗ со сроком погашения (даты обратного выкупа) более 200 дней комиссия составляет 0.02% от суммы каждой сделки без учета НКД. Во что обходится покупателю ОФЗ такая, на первый взгляд, незначительная комиссия? Допустим, что крупный инвестор приобретает ОФЗ 25060 (годовой купон 5.8%) по номинальной стоимости (100.0%) в объеме 10 млн руб. В этом случае комиссия ММВБ составит 2000 руб. Таким образом, для приобретения указанной ценной бумаги инвестор фактически должен заплатить на 2000 руб. больше, т. е. котировка на покупку (*offer price*) для него уже составит 100.02%. Если же инвестор решит реализовать указанный выпуск по номиналу, он вновь заплатит комиссию в 2000 руб., т. е. фактически реализует выпуск по цене 99.98% (*bid price*), потеряв на операции 4000 руб. Являясь держателем этого выпуска облигаций, инвестор получает купонный доход, составляющий за один день 1589 руб. (10 млн руб./365 дней * 5.8%). Чтобы вышеописанная процедура купли-продажи облигации не была для инвестора убыточной, он не должен продавать выпуск, как минимум, в течение трех дней. Таким образом, минимальный экономически обоснованный спрэд между котировками на покупку и продажу при наличии комиссии ММВБ в 0.02% составляет 99.98-100.02. При этом в каждой сделке на рынке присутствует и спекулятивная составляющая (цель любого инвестора – получить прибыль от инвестиций), т. е. реальный минимальный спрэд будет составлять уже 99.96-100.04.

Теперь допустим, что какой-либо другой инвестор, располагающий временно свободными денежными средствами, решает размещать свои средства в ОФЗ или выдать короткий кредит на денежном рынке под 3.0%. С первого взгляда покупка ОФЗ (доходность – 6.09%) выглядит более предпочтительной инвестицией. Себестоимость этой операции для инвестора, скорее всего, составит около 12 б. п., и чтобы заработать больше, чем на денежном рынке, инвестору придется находиться в позиции почти две недели. За этот период ставки денежного рынка могут вырасти, а котировки ОФЗ снизиться. Проанализировав все сопутствующие риски, инвестор скорее предпочтет разместить свободные средства на денежном рынке. Таким образом, средства, вращающиеся на денежном рынке, фактически вытесняются с рынка гособлигаций. Инвесторы не заинтересованы в частом совершении сделок с государственными облигациями, что существенно ограничивает ликвидность таких инструментов.

По итогам 2006 г. наиболее ликвидными рублевыми облигациями (с учетом взимаемой ММВБ комиссии в секции госбумаг) стали корпоративные облигации РЖД, Газпрома, ФСК ЕЭС. Средний объем эмиссии этих инструментов составляет около 5 млрд руб. (средний объем выпуска ОФЗ – около 30 млрд руб.). При этом совокупная комиссия ММВБ при покупке-продаже корпоративных и субфедеральных облигаций составляет 0.013% от объема сделки, но не более 1000 руб. Получив возможность покупки и продажи ОФЗ с низкими издержками, у инвесторов появится стимул для размещения свободных денежных средств в высоконадежный актив, по которому можно получить доход. Фактически простое снижение комиссии ММВБ (в числе основных акционеров которой присутствует Банк России) позволяет существенным образом повысить эффективность стерилизации избыточной денежной массы, способствуя решению важной государственной задачи по борьбе с инфляцией. Таким образом, решение об уравнивании комиссий при торговле корпоративными и государственными облигациями представляется крайне необходимым.

В заключение отметим, что низкий уровень комиссий при осуществлении операций с базовыми активами – повсеместная международная практика. Как правило, совокупная стоимость входа и выхода на рынке гособлигаций не превышает одного тика изменения цены выпуска. Такой подход позволяет дилерам выставить котировки с минимально возможными спредами. Для рынка рублевых облигаций один тик составляет 0.01%.

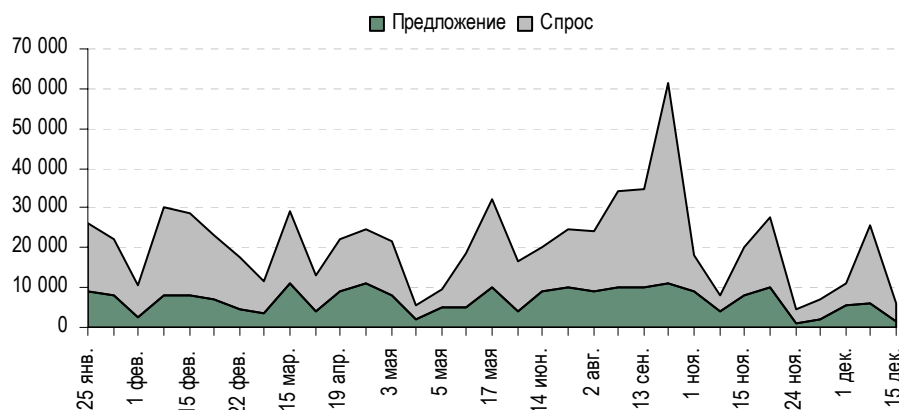
Потенциал спроса на ОФЗ

В 2006 г. на 33 аукционах Минфин разместил ОФЗ общим номинальным объемом 186 млрд руб. При этом совокупный предъявленный спрос в ходе размещений составил 466 млрд руб., превысив объем предложения в 2.5 раза. Кроме того, в прошлом году Банк России сумел разместить из своего портфеля ОФЗ в объеме около 30 млрд руб. После отмены нормативов резервирования по ОФЗ для иностранных инвесторов доля их присутствия в этом сегменте рынка существенно возросла. Отметим, что самый заметный всплеск активности на аукционах ОФЗ пришелся на октябрь. Поскольку в этот период на российском денежном рынке уже началось обострение ситуации с ликвидностью, можно предположить, что повышенный спрос на ОФЗ стал проявлением классического эффекта «бегства в качество»: инвесторы продавали корпоративные облигации второго и третьего эшелонов, переходя в гарантированно рефинансируемые гособлигации.

В результате меньшие по объему выпуска корпоративные облигации оказываются более ликвидными, чем ОФЗ.

В 2006 г. при размещении ОФЗ на 186 млрд руб. предъявленный спрос составил 466 млрд руб.

Рисунок 3. Спрос и предложение на аукционах ОФЗ, млрд руб. (2006 г.)



Источник: ММВБ

С целью снижения рисков волатильности ОФЗ при их размещении целесообразно фокусироваться на максимальном использовании потенциала внутреннего спроса.

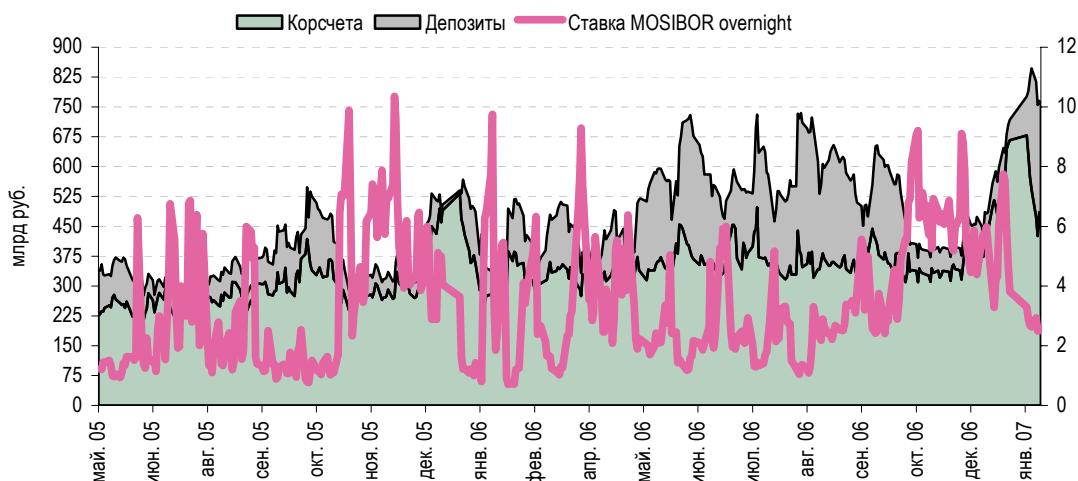
По консервативным оценкам, потенциальная дополнительная емкость рынка ОФЗ составляет 200 млрд руб.

Для существенного увеличения заимствований без риска резкого роста процентных ставок необходимо наделить ОФЗ качествами инструмента денежного рынка.

Привлекательность рынка российских гособлигаций для иностранных инвесторов обусловлена главным образом перспективами укрепления рубля и может существенно снизиться, когда потенциал укрепления национальной валюты будет исчерпан. Кроме того, в этом году основные клиринговые системы приняли к расчетам рубль (Clearstream с 15 января, а Euroclear с первого февраля), и у иностранных инвесторов появилась возможность приобрести высококачественные рублевые инструменты с фиксированной доходностью, минуя инфраструктуру внутреннего российского рынка долговых обязательств. Безусловно, для такого класса инвесторов это более удобный и привычный вариант инвестиций. В этой связи с целью снижения рисков волатильности государственных облигаций при размещении ОФЗ целесообразно главным образом ориентироваться на внутренний спрос. Если же ставить задачу дальнейшего расширения базы инвесторов (в том числе и за счет спроса со стороны иностранных участников рынка), необходимо форсировать осуществление процедур, позволяющих начать расчеты по ОФЗ в крупнейших расчетных системах Euroclear и Clearstream.

Основными участниками рынка гособлигаций являются банки. Их доля может быть оценена на уровне 60-70%. Рыночная доля государственной управляющей компании (ГУК), по нашим оценкам, составляет около 20-30%. Расширяется присутствие других управляющих, страховых компаний и иных инвесторов, хотя их доля по-прежнему невысока. Потенциал увеличения спроса на ОФЗ со стороны ГУК ограничен в связи с введением в 2005 г. специального инструмента, предназначенного для инвестиций накопительной части трудовой пенсии, — государственных сберегательных облигаций. Однако на наш взгляд, ресурс для увеличения спроса со стороны банков на рыночные гособлигации существует. Довольно консервативный подход позволяет оценить потенциальную дополнительную емкость рынка ОФЗ на уровне 200 млрд руб. В наших расчетах мы предположили, что оптимальный уровень ставок денежного рынка составляет около 3-4% (MOSIBOR). Рост ставок выше 4.0% способствует обострению ситуации с ликвидностью. В случае падения ставок ниже 3.0% рынок начинает функционировать в условиях избыточной рублевой ликвидности. В период с первого апреля по первое мая 2006 г. средний уровень ставки MOSIBOR составил 3.88%. За этот же период средний уровень остатков на корсчетах и депозитах коммерческих банков в Банке России составил 327.25 млрд руб. и 89.78 млрд руб. соответственно. С первого июня по первое сентября 2006 г. наблюдался период избыточной рублевой ликвидности: в эти сроки средняя ставка MOSIBOR была 2.35%, а средние остатки на корсчетах и депозитах коммерческих банков в Банке России выросли до 372.74 млрд руб. и 225.54 млрд руб. соответственно. Таким образом, объем «лишних» денег, которые можно было бы инвестировать в ОФЗ, приблизительно составляет 200 млрд руб. Если же предположить отсутствие параллельных эмиссий ОБР, эту оценку можно увеличить еще в полтора раза. Но повторимся, что для столь существенного увеличения заимствований без риска резкого роста процентных ставок необходимо наделить ОФЗ качествами инструмента денежного рынка.

Рисунок 4. Ликвидность банковской системы на фоне динамики ставки Mosibor



Источник: ММББ

ОФЗ против ОБР: более широкие возможности ОФЗ очевидны

Чтобы ответить на этот вопрос, еще раз обратимся к предназначению гособлигаций. Во-первых, ОФЗ являются основным инструментом заемной политики государства, позволяя оперативно финансировать бюджетные расходы. Во-вторых, как мы уже отметили выше, высоколиквидный рынок ОФЗ может успешно решать задачи стерилизации излишней денежной массы. Функции ОБР более ограничены – это исключительно инструмент денежно-кредитной политики. Несмотря на значительные усилия Банка России и очевидный прогресс в развитии рынка ОБР, достигнутый за последние годы, этот инструмент заметно уступает популярности ОФЗ. Кроме того, существующие планы по развитию рынка ОБР (например, введение годовых ОБР) могут создать ситуацию, когда Минфин и Банк России начнут конкурировать за денежные средства, что может снизить эффективность проведения долговой политики государства и способствовать удорожанию заимствований. В этой связи нам представляется нецелесообразным увеличение сроков обращения ОБР свыше шести месяцев. На наш взгляд, планы по развитию рынка ОБР, главным образом, должны содержать набор мер, повышающих ликвидность этих инструментов.

Нам представляется нецелесообразным увеличение сроков обращения ОБР свыше шести месяцев.

Институт первичных дилеров

Для дальнейшего развития инфраструктуры рынка государственных заимствований одним из ключевых решений могло бы стать учреждение института первичных дилеров. Отметим, что практика осуществления денежно-кредитной и заемной политики с использованием первичных дилеров за последние десятилетия хорошо себя зарекомендовала в большинстве развитых стран.

Основными функциями первичных дилеров могли бы быть:

- Обязательное участие в аукционах Минфина по размещению ОФЗ в целях обеспечения полной синдикации предлагаемого выпуска облигаций.
- Поддержка вторичного рынка ОФЗ путем выставления наилучших двусторонних котировок по всем обращающимся на рынке выпускам (*market-maker function*). При этом можно ввести условие, согласно которому первичный дилер обязан поддерживать определенную минимальную долю торгового оборота на вторичном рынке ОФЗ (например, установив ее на уровне 1-2% от общего оборота гособлигаций на вторичном рынке).
- Обеспечение Минфина оперативной информацией по рынку ОФЗ, подготовка регулярных рыночных комментариев.

Для дальнейшего развития инфраструктуры рынка ОФЗ одним из ключевых решений могло бы стать учреждение института первичных дилеров.

Институт первичных дилеров является своего рода страховкой, гарантируя размещение госбумаг на аукционе в полном объеме.

На наш взгляд, оптимальное количество дилеров для качественного проведения денежно-кредитной политики и привлечения заимствований – 20 банков и инвестиционных компаний.

Стимулом для участия в системе могло бы стать предоставление дилерам услуги РЕПО за счет регулярно скапливающихся на счетах казначейства Минфина неизрасходованных бюджетных средств.

В 2006 г. средний разрыв между финансированием и кассовым исполнением бюджета составлял около 450 млрд руб.

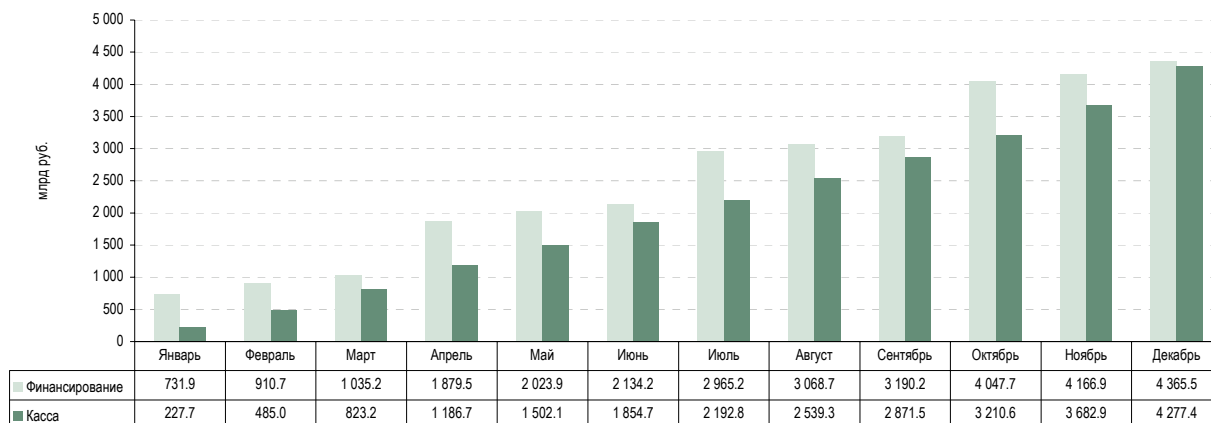
Польза от введения такого института для Минфина очевидна. Во-первых, институт первичных дилеров является своего рода страховкой, гарантируя размещение госбумаг на аукционе в полном объеме по существующим рыночным ставкам даже в периоды неблагоприятной конъюнктуры. Во-вторых, первичные дилеры, выступая посредниками между Минфином и конечными инвесторами, обеспечивают максимально широкое распределение государственных облигаций среди участников рынка, что в конечном итоге способствует поддержанию ликвидности ОФЗ на высоком уровне. В-третьих, оперативная рыночная информация, предоставляемая первичными дилерами, позволяет Минфину лучше чувствовать ситуацию на рынке и оперативно реагировать на ее изменения.

Финансовые институты, отбираемые для выполнения функций первичного дилера, должны будут удовлетворять определенным критериям (объем активов, размер капитала, уровень кредитного рейтинга, доля на вторичном рынке гособлигаций, наличие широкой клиентской базы и т. д.). В дальнейшем предполагается, что Минфин (возможно, совместно с Банком России) будет осуществлять надзор за дилерами.

Сколько дилеров необходимо для эффективного решения поставленных перед ними задач? Мировая практика показывает, что число таких финансовых институтов должно составлять не менее 15. Федеральная резервная система США, например, осуществляет свои операции при помощи 22 первичных дилеров. На наш взгляд, в текущих условиях на российском рынке функционирует достаточное количество сильных финансовых институтов, способных выполнять функции первичного дилера. По нашему мнению, оптимальное число дилеров для качественного проведения денежно-кредитной и заемной политики – 20 банков и инвестиционных компаний. Поскольку средний объем аукциона ОФЗ составляет около 10 млрд руб., каждый первичный дилер должен будет обеспечить приобретение ОФЗ в объеме 500 млн руб. или 5% от размещаемого объема облигаций.

Как мы уже отметили, первичные дилеры должны принимать на себя безусловное обязательство выкупа всего объема облигаций, предлагаемого на аукционе по сложившимся на момент аукциона рыночным ставкам. Кроме того, первичные дилеры, занимая крупные позиции в ОФЗ, в большей степени по сравнению с обычными дилерами несут риски возможных потерь от неблагоприятной динамики котировок на фоне ухудшения рыночной конъюнктуры. В этой связи возникает вопрос: какова компенсация за принятие первичным дилером крупного рыночного риска? С общественной точки зрения роль первичного дилера весьма почетна и придает финансовому институту, способствующему решению важной государственной задачи, заметный политический вес. Эксклюзивные полномочия покупателя крупных объемов государственных облигаций на аукционе также предоставляют первичному дилеру преимущества по сравнению с обычным инвестором. Однако такие преимущества, на наш взгляд, являются все же недостаточной компенсацией за принимаемый риск. В качестве одного из стимулов можно было бы предложить выплату комиссий за участие в синдикате при размещении государственных облигаций. Такая практика распространена в ряде развитых стран (например, в Японии).

Рисунок 3. Динамика финансирования и кассового исполнения бюджета (2006 г.)



Источник: Минфин

На наш взгляд, весомым аргументом для участия в системе первичных дилеров для финансовых институтов могло бы стать предоставление Минфином возможности рефинансировать свои позиции под залог определенного набора ценных бумаг по гарантированной ставке. Уровень ставки мог бы быть определен на основе прогноза равновесной рыночной ставки *overnight*. В текущих условиях она бы составила около 4.0%. Осуществлять такое финансирование Минфин мог бы за счет регулярно скапливающихся на его казначейских счетах неизрасходованных бюджетных средств. Объем свободных остатков на счетах казначейства Минфина можно приблизительно оценить путем вычитания из объемов финансирования кассовых бюджетных расходов. Например, в 2006 г. средний разрыв между финансированием и кассовым исполнением бюджета составлял около 450 млрд руб. По нашим оценкам, для предоставления услуги рефинансирования первичных дилеров достаточно гораздо меньшего объема остатков средств на счетах казначейства Минфина. Так, в 2005-2006 гг. даже в периоды существенных осложнений ситуации с ликвидностью и высоких ставок на денежном рынке максимальные объемы рефинансирования банков через инструмент прямого РЕПО Банка России не превышали 120 млрд руб. В отличие от выплат комиссий, схема стимулирования первичных дилеров через предоставление возможности рефинансирования не будет затратной для Минфина, а напротив, принесет дополнительный доход.

Важнейшим направлением развития рынка гособлигаций является внедрение производных инструментов на ОФЗ.

Развитие рынка фьючерсов на ОФЗ

Еще одним важнейшим направлением развития рынка государственных долговых инструментов является внедрение производных инструментов на ОФЗ. К такого рода инструментам мы относим фьючерсные и форвардные контракты, опционы, свопы, рынок стрипов. Как показывает мировая практика, рост объемов операций с производными инструментами способствует резкому увеличению торговых операций и с базовыми активами.

В настоящее время в России отсутствует изменяющаяся во времени кривая ставок денежного рынка. Существующие кривые денежных ставок MOSPRIME и MOSIBOR лишь отражают картину на денежном рынке по состоянию на начало дня, что не может считаться корректным. Единственными меняющимися во времени рыночными ставками являются ставки по ОФЗ. Однако специфика расчетов по гособлигациям предполагает возможность только покупки процентного риска (открытие длинной позиции с определенным сроком до погашения в расчете на снижение процентной ставки). Вместе с тем отсутствует возможность продажи процентного риска, т. е. нельзя застраховаться от роста процентных ставок. Это является существенным недостатком рынка гособлигаций и ограничивает его ликвидность. В этой связи мы видим два взаимодополняющих направления совершенствования рынка ОФЗ:

Специфика расчетов по ОФЗ предполагает только возможность покупки процентного риска; при этом нельзя застраховаться от роста процентных ставок.

Возможность застраховаться от процентного риска появится с развитием рынка фьючерсов. Однако развитию фьючерсного рынка гособлигаций мешают правила расчетов сделок по ОФЗ.

- Необходимо изменить порядок расчетов по ОФЗ таким образом, чтобы сделать возможным «короткую продажу» долгового инструмента, т. е. предоставить возможность застраховаться от роста процентных ставок. На практике это означает стимулирование расчетов T+N. Стимулирование возможно как через пониженные комиссии биржи, так и посредством predания рынку T+N большей ликвидности за счет принятия первичными дилерами обязательств по поддержанию котировок.
- Возможность застраховаться от процентного риска появится с развитием рынка фьючерсов на ОФЗ. Стандартизированные фьючерсные контракты позволяют заключать сделки по поставке ценных бумаг в определенный день в будущем по фиксированной цене. Такие контракты торгуются на фьючерсной бирже и являются гораздо более распространенным вариантом хеджирования процентного риска. Однако развитию фьючерсного рынка ОФЗ мешают правила расчетов сделок по гособлигациям. Учитывая специфику законодательства, ликвидными могут стать только те фьючерсы, которые предусматривают физическую поставку актива (ОФЗ). Расчеты разрешены только через торговую систему ММВБ (т. е. исключена возможность DVP сделок). Правила же ММВБ предусматривают «коридор» отклонения цены сделок от средневзвешенной цены за день. Это может привести к срыву поставки по заключенным за два месяца до соответствующей даты фьючерсным контрактам, если за этот период котировки выпуска изменились таким образом, что поставочная цена (которая была рыночной на момент заключения сделки по фьючерсам) не попадает в указанный «коридор». Правило «коридора» было введено достаточно давно как мера, обеспечивающая рыночный характер сделок по ОФЗ. Такая мера, с нашей точки зрения, полностью себя оправдала, однако с развитием рынка она изжила себя и теперь скорее тормозит развитие рынка ОФЗ, чем защищает его.

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица могут предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал
125009, Москва
Вознесенский переулок, 22
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778
www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
Rnash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
Aburgansky@rencap.com

Заместитель начальника отдела анализа акций

Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
Nzagvozдина@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
Amoiseev@rencap.com

Аналитики

Банковский сектор + 7 (495) 258 7748

Дэвид Нангл
Dnangle@rencap.com
Светлана Ковальская

Химия и машиностроение + 7 (495) 783 5653

Марина Алексеенкова
Malexeenkova@rencap.com

Потребительский сектор + 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина
Nzagvozдина@rencap.com
Алексей Языков
Иван Николаев

Стратегия на рынке акций + 7 (495) 258 7916

Роланд Нэш
Rnash@rencap.com
Тим Брэнтон

Отдел анализа долговых обязательств + 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев
Amoiseev@rencap.com
Павел Мамай
Николай Подгузов
Дмитрий Поляков
Петр Гришин
Наргиз Садыкова
Валентина Крылова
Анастасия Головач
Олеся Черданцева

Металлургия + 7 (495) 258 7743

Роб Эдвардс
Redwards@rencap.com
Юрий Власов

Нефть и газ + 44 (20) 7367 7741

Адам Ландес
Alandes@rencap.com
+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
Aburgansky@rencap.com
Елена Савчик
Роман Елагин
Ирина Елиневская

Экономика и политика + 7 (495) 258 7930

Владимир Пантюшин
Vpantuyushin@rencap.com
Олеся Черданцева

Организация корпоративных мероприятий + 7 (495) 204 4463

Ричард Уоллас
Rwallace@rencap.com
Ирина Черная
Жанна Старостина
Валерия Кутеева

Телекоммуникации + 7 (495) 258 7902

Александр Казбеги
Akazbegi@rencap.com
Анна Куприянова

Украинский рынок акций, стратегия + 7 (495) 258 7703

Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Фаиг Байрамов
Светлана Дрыгуш
Юлия Голеусова
Владислав Носик

Административная поддержка + 7 (495) 725 5216

Юлия Попова
Jpopova@rencap.com

Технический анализ, базы данных, разработка новых продуктов + 7 (495) 258 7906

Ованес Оганисян
Ooganisian@rencap.com
Александр Фомичев
Евгений Кудрин

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке + 7 (495) 725 5261

Александра Волдман
Awaldman@rencap.com
Патриция Сомервиль
Джулия Белл

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке + 7 (495) 258 7764

Екатерина Малахова
Emalakhova@rencap.com
Оксана Бутурлина
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун

© 2007 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100