

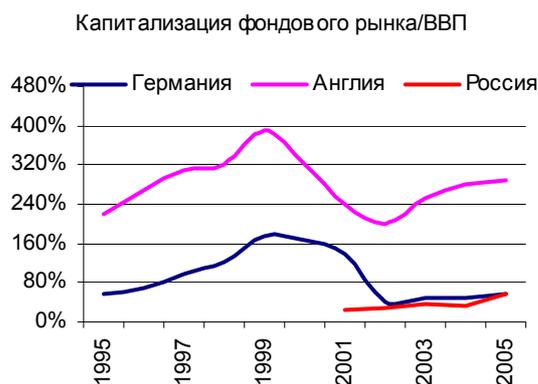
Нерезиденты, подвиньтесь!

Внутренние резервы развития российских финансовых рынков в 2006-2008 г.

- Быстрая интеграция российского фондового рынка в мировое финансовое пространство имеет свои преимущества и недостатки. С одной стороны рост капитализации рынка тесно связан с притоком иностранного капитала. С другой стороны крупные отечественные корпорации в поиске длинных денег стремятся проводить IPO на зарубежном, а не внутреннем рынке.
- Другим негативным следствием происходящих глобализационных процессов является сильная зависимость рынков акций «сырьевых» стран от динамики цен на товарных рынках, которые, в свою очередь, сами подвержены большой волатильности.
- Решить проблему ухода активности с российских торговых площадок, а также снизить зависимость российского рынка акций от внешней конъюнктуры можно. Для этого нужно развивать класс институциональных инвесторов, а также усовершенствовать рыночную инфраструктуру.
- Рост накопительной части трудовой пенсии обусловил появление на фондовом рынке новых участников - пенсионных фондов. Наиболее крупный пакет находится под управлением ГУК (государственная управляющая компания) Внешэкономбанка (ВЭБ). Пока большая доля этих средств инвестирована в государственные облигации, но поскольку планируемые темпы роста пенсионных накоплений превышают прогнозируемые темпы роста государственного долга, то уже в 2008 г. потребуются искать новые источники для размещения средств пенсионных накоплений.
- В развитых странах последней тенденцией внутреннего рынка суверенных облигаций стало удлинение и уплощение кривой доходности в длинном сегменте, в частности из-за роста потребностей пенсионных фондов в долгосрочных и надежных инструментах. Мы предполагаем, что последствия инвестирования ВЭБом средств пенсионных накоплений приведут к тем же результатам и станут заметны на рынке госдолга уже в 2006 г. Доходности на рынке государственного долга в длинном сегменте (при прочих равных условиях) могут снизиться на 30-50 б.п. от текущих уровней, в результате чего кривая доходности ОФЗ примет более плоский вид.
- Согласно стратегии развития финансовых рынков ФСФР на 2006-2008 г.г., когда возможность инвестирования в госзаймы будет исчерпана, к размещению дополнительных пенсионных денег должен быть готов рынок капитала. Но к этому времени он изменится, скорее, качественно, чем количественно, за счет перевода торговой активности с зарубежных площадок в Россию. Капитализация рынка акций по прогнозу ФСФР должна составить 60% ВВП (56% по итогам 2005 г.).

ФСФР в начале года опубликовала на своем сайте проект Стратегии развития финансовых рынков на 2006-2008 гг. Стратегия направлена на то, чтобы обеспечить ускоренные темпы экономического роста за счет развития российского фондового рынка.

В качестве одной из важнейших целей ФСФР ставит перед собой трансформацию российского рынка капитала из спекулятивного в реальный механизм привлечения инвестиций. Для этого ФСФР предлагает изменить организационную форму регулятора на финансовых рынках, модифицировать рыночную инфраструктуру. ФСФР намерена развивать институты коллективных инвестиций, увеличивать долю консервативных инвесторов, укреплять институт соблюдения прав собственности. Эффектом от мероприятий должен стать рост капитализации российского фондового рынка, переход от игры с зарубежных площадок на внутренний рынок, а также снижение системных рисков и волатильности.



Источник: (Международная ассоциация фондовых бирж) FIBV, Росстат, ФБ РТС

Образцом для проведения реформы стал опыт европейских стран: Великобритании, Германии, Франции. Наиболее развитой считается английская система регулирования финансовых рынков. В Соединенном Королевстве сравнительно недавно на основе нескольких саморегулируемых организаций (СРО), действовавших в различных сферах профессиональной деятельности, был создан Мегарегулятор фондового рынка FSA (U.K. Financial Services Authority), под юрисдикцию которого попал и банковский сектор. Английский регулятор является публичным органом, действующим на основании специального закона. Менее продвинутые системы управления на финансовых рынках существуют во Франции (AMF - Autorite des marches financiers) и Германии (BaFin - Bundesanstalt fur Finanzdienstleistungsaufsicht). В этих странах реформирование регуляторов фондовых рынков началось тоже недавно: 3-4 года назад. В Германии, как и в Великобритании, банки регулируются BaFin при тесном сотрудничестве с Бундесбанком. Немецкая реформа еще не завершена, но по опыту Великобритании и Франции можно говорить об эффективности действия новых систем управления.

Российская реформа включает в себя несколько ключевых пунктов:

1. Создание коллегиального органа.
2. Развитие инфраструктуры внутреннего рынка и инвестирование средств пенсионных накоплений.
3. Присоединение к системе регулирования страховых организаций.
4. Присоединение банков.

Последний этап реформы, скорее всего, будет осуществлен не скоро, поскольку Банк России обладает мощной методикой и опытом в сфере банковского надзора, а ФСФР еще не готова взять на себя регулирование этого крупного сегмента.

Первым пунктом является изменение статуса федерального органа по регулированию, надзору и контролю на рынке ценных бумаг с тем, чтобы обеспечить принцип единства регулирования, то есть осуществлять надзор также за деятельностью страховых компаний и банков. Служба, по замыслу авторов, должна превратиться в коллегиальный институт, функционирующий на основе специального закона. Для этого планируется привлечь в управление профессиональных участников фондового рынка, инвесторов и эмитентов. Принятие нормативных правовых актов предполагается отнести к компетенции совета директоров органа, осуществляющего регулирование финансового рынка. Члены совета директоров будут назначаться на определенный срок и работать на постоянной основе.

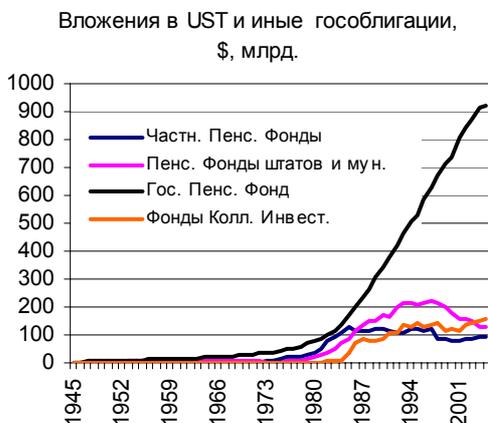
Параллельно ФСФР намерена повысить роль саморегулирования на финансовом рынке. Для этого она считает полезным укрупнить СРО по отраслевому принципу, увеличить эффективность взаимодействия с регулятором по всем вопросам в области развития финансового рынка.

Вторым пунктом станет развитие инфраструктуры рынка ценных бумаг с тем, чтобы он был готов к приходу средств пенсионных накоплений. Вопрос инвестирования государственной управляющей компанией пенсионных накоплений может оказать наибольшее влияние на финансовые рынки в долгосрочной перспективе. Остановимся на этом подробнее. Рассмотрим, как происходило инвестирование средств пенсионных накоплений в США, Мексике и ЮАР.

Пенсионная система в США представлена государственными и негосударственными фондами. В основу государственной системы положен перераспределительный принцип. Частный же пенсионный сектор выстроен на накопительной основе. Наиболее активными игроками на фондовом рынке США являются частные пенсионные фонды и фонды коллективных инвестиций. Последние также управляют и пенсионными деньгами. По данным международной организации корпоративных инвесторов (ICI), доля пенсионных средств в управлении фондами коллективных инвестиций составляет около 40%.



Источник: ФРС



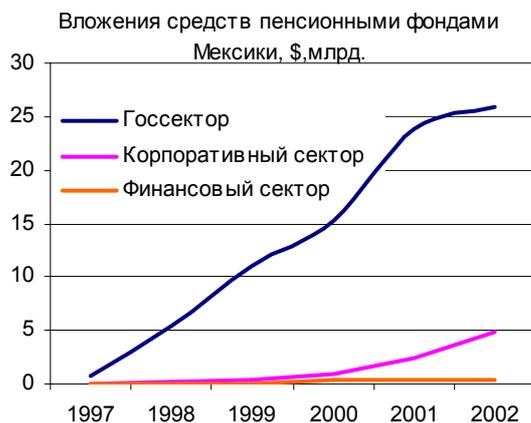
Источник: ФРС



Источник: ФРС

Структура вложений при переходе от частной управляющей компании к государственной резко меняется. Если частные компании предпочитают держать большой объем управляемых средств в акциях, то у ГУК наибольший объем средств размещен в гособлигации, специально эмитированные правительством для этих целей. Ограничения на вложения в иностранные активы у пенсионных фондов США минимальные.

Пенсионная система Мексики представляет собой симбиоз частных управляющих компаний и УК с государственным участием. В отличие от США, наибольший объем средств в Мексике инвестирован в еврооблигации и облигации внутреннего государственного займа. Управлением средствами фондов занимаются специальные УК - администраторы (AFORES).



Источник: FIAP (Ассоциация пенсионных фондов), Банк Мексики

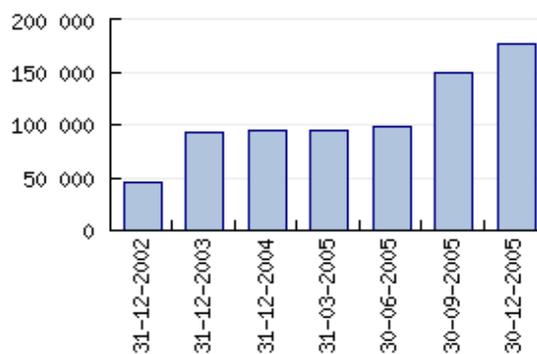
В Мексике строго не рекомендуется инвестировать средства пенсионных накоплений в зарубежные активы.

Средства крупнейшего государственного пенсионного фонда ЮАР (GEPH) после принятия соответствующего закона в 1984 г. инвестируются на внутреннем финансовом рынке. При этом по состоянию на 31 марта 2001 г. около 34% средств были инвестированы в акции, 52% – в облигации 6% – в инструменты денежного рынка. Всего объем управляемых средств составил \$31,23 млрд. В Южной Африке разрешено частичное инвестирование пенсионных накоплений в зарубежные активы.

Управляет пенсионными деньгами специальная УК PIC (Public Investment Commissioners), но для инвестирования в долевые инструменты средства пенсионного фонда с 1995 г. распределяются между пятью УК, которые вкладывают их в рынок пропорционально долям в индексах Йоханесбургской ФБ, ЮАР (JSE). В 1996 г. объем средств, инвестированных в долевые ценные бумаги составил \$1,3 млрд., или 0,5% рыночной капитализации.

С 2002 года началось формирование накопительной части трудовой пенсии РФ. Эти деньги пока инвестируются в российские государственные облигации, но по прогнозу к 2010 году объем средств «молчунов» под управлением ВЭБа составит около 1 200 млрд. руб., а к 2014 может превысить величину государственного внешнего и внутреннего долга. Вопрос настолько серьезен, что им занимаются сразу два ведомства: ФСФР и Минфин. В основных направлениях долговой политики на 2006-2008 годы Министерство финансов главную роль уделяет именно реализации проекта инвестирования пенсионных накоплений.

Величина пенсионных накоплений
в ВЭБе, млн. руб.



Источник: NPFfunds.ru

Рассмотрим каждый из сегментов фондового рынка, в которые могут быть вложены средства накопительной части трудовой пенсии:

1. Внешний рынок госдолга.

Объем рынка российских еврооблигаций в 2006-2014 годах будет уменьшаться, поскольку правительство последовательно проводит политику замещения внешнего долга внутренним. Согласно прогнозу Минфина, динамика объема рынка российских еврооблигаций будет выглядеть примерно так:

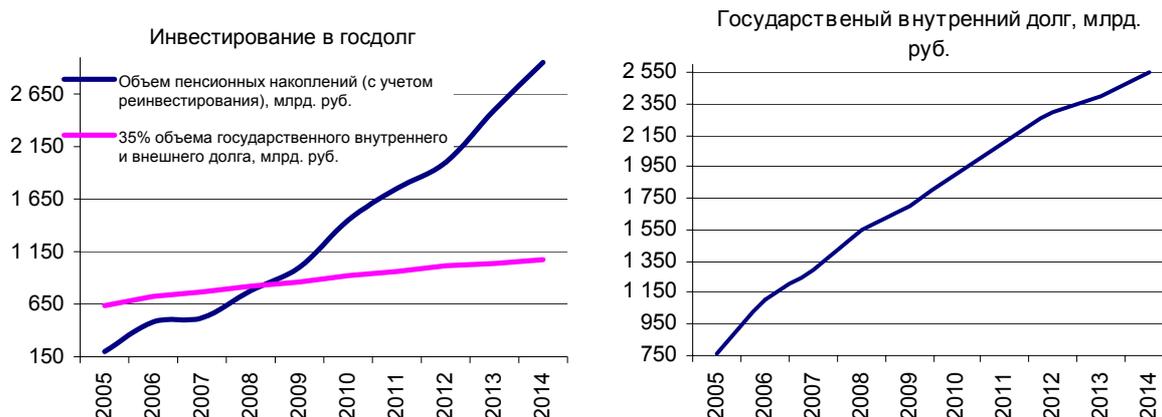


Источник: Минфин, Банк Спурт

2. Внутренний рынок госдолга.

Для «пассивных» инвесторов Минфин разработал специальные облигации: ГСО (государственные сберегательные облигации). Однако, на сайте Минфина пока нет информации об этих облигациях и возможно, что их пока еще нет в природе. Разрешенный объем эмиссии ГСО

в 2006г. равен 62 млрд. руб. Всего объем чистого привлечения ОФЗ в 2006-2008 г. должен составить 107-125-142 млрд. руб., а ГСО: 62-75-92 млрд. руб., соответственно.

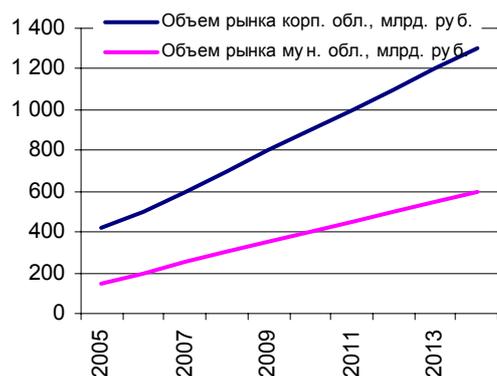


Источник: Минфин, Банк Спурт

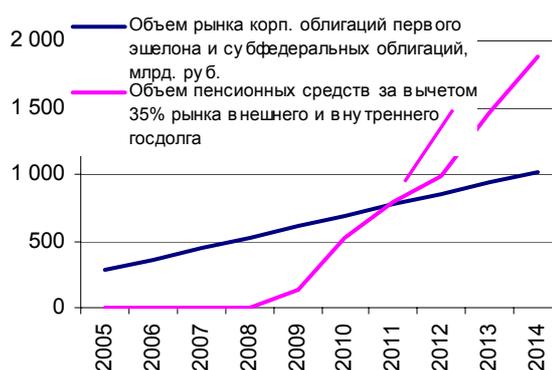
Фактически, объем вложений в государственные облигации, внешние и внутренние, будет меньшим из-за ограничений в инвестиционной стратегии ВЭБа. Согласно этой стратегии «входящие в инвестиционный портфель государственные ценные бумаги Российской Федерации одного выпуска не должны превышать 35 процентов находящихся в обращении государственных ценных бумаг этого выпуска». Но ВЭБ может приобрести 100% выпуска, проводимого по закрытой подписке для институциональных инвесторов.

3. Рынок корпоративных и муниципальных облигаций рассматривается в качестве альтернативы рынку госдолга, когда объем средств под управлением ПФР превысит объем последнего. Но и здесь не пройдет и двух лет, как потребуется искать новый источник размещения накопленных денег.

Прогноз развития российских долговых рынков



Инвестирование накопительной части пенсии в негосударственные долги



Источник: Минфин, Cbonds.ru, Банк Спурт,

Таким образом, к 2011 году объем рынка пенсионных накоплений превысит возможности рынка рублевых облигаций. Есть еще, правда, рынок векселей, но по ряду причин он не подходит для инвестирования средств пенсионных накоплений.

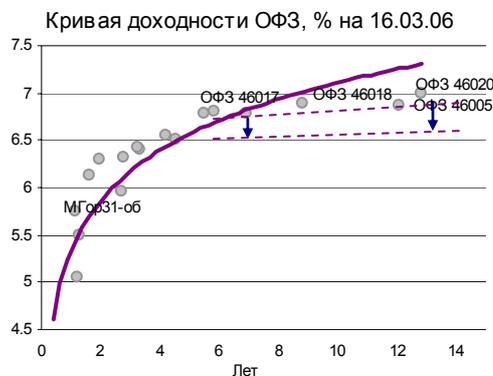
При сохранении существующей схемы инвестирования, когда около 75% средств ВЭБа вложено в государственные ценные бумаги, Минфин России прогнозирует серьезное ухудшение состояния рынка ОФЗ (потерю ликвидности) уже в 2006 г. Минфин отмечает, что крупные инвестиционные портфели не смогут быть реализованы без значительных потерь:

1. с учетом емкости рынка при реализации больших объемов ценных бумаг с целью получения денежных средств для выполнения пенсионных обязательств;
2. в случае ухудшения ситуации на рынке, которая вызвана внешними по отношению к нему факторами;
3. спекулятивных операций со стороны других участников рынка, обладающих информацией о необходимости реализации ценных бумаг во исполнение требований пенсионного законодательства.

Минфин не видит другого выхода, как инвестирование средств пенсионных накоплений за рубежом. Но это не устраивает ФСФР, глава которой, О. Вьюгин, предлагает наоборот, развивать отечественный финансовый рынок, создавать все условия, чтобы появился полноценный рынок капитала, на котором компании будут привлекать ресурсы. Переводить торговлю российскими активами с внешних площадок на внутренние. Предложение длинных денег в лице ВЭБа есть, нужно только создать условия для спроса.

Еще одной проблемой, по мнению Минфина, является концентрация в руках ВЭБа значительной доли ресурсов. Минфин для решения этой проблемы намерен выработать инвестиционную политику управляющей компании. Кроме того, планируется разбить пенсионные средства на активно-управляемую часть и пассивно-управляемую часть и по результатам конкурса распределить между несколькими компаниями. Каждая УК будет отвечать за свой сегмент рынка, и действовать в рамках инвестиционной стратегии, утвержденной Правительством РФ. Для целей управления денежными средствами планируется на конкурсной основе привлекать кредитные организации. Компании, показавшие по итогам некоторого времени наихудшие результаты, будут заменяться при проведении нового конкурса.

В развитых странах последней тенденцией на внутреннем рынке суверенных облигаций является удлинение и уплощение кривой доходности в длинном сегменте, в частности из-за роста потребностей пенсионных фондов в длинных и надежных инструментах. Мы предполагаем, что последствия инвестирования ВЭБом средств пенсионных накоплений приведут к тем же результатам и станут заметны на рынке госдолга уже в 2006 г.



Источник: ММВБ, Банк Спурт

Доходности на рынке государственного долга в длинном сегменте (при прочих равных условиях) могут снизиться на 30-50 б.п. от текущих уровней, в результате чего кривая доходности ОФЗ примет более плоский вид.

Рынок корпоративных долгов, согласно прогнозам, может почувствовать на себе всю тяжесть пенсионных средств не ранее 2008 г. К тому времени, возможно, изменится законодательство и будет разрешено инвестировать часть пенсионных средств в зарубежные высококлассные активы.

Российский рынок акций в соответствии со стратегией развития финансовых рынков, должен быть готов к 2008 г. к размещению пенсионных средств. Но к этому времени он изменится, скорее, качественно, чем количественно, за счет перевода торговой активности с зарубежных площадок на отечественный рынок.

Тимур Галеев

Директор Казначейства

Шайхутдинов Кирилл Владимирович

+7 843 291 50 02
kirill@spurtbank.ru

Отдел торговых операций на финансовых рынках

Начальник отдела

+7 843 291 50 19

МБК. Валюта

+7 843 291 51 40

Долговые инструменты

+7 843 291 51 41

Скорородова Ольга Валерьевна

oskorhodova@spurtbank.ru

Шаммазов Рафаэль Шамилович

rshammazov@spurtbank.ru

Шамарданов Аделъ Ильич

ashamardanov@spurtbank.ru

Отдел доверительного управления

Ведущий экономист

+7 843 291 50 29

Хайруллин Айбулат Рашитович

aybulat@spurtbank.ru

Отдел анализа финансовых рынков

Начальник отдела

+7 843 291 50 20

Аналитик

Аналитик

ПикULEV Павел Андреевич

ppikulev@spurtbank.ru

Родченко Марина Викторовна

Галеев Тимур Равилович

Отдел расчетов и корреспондентских отношений

Зам. Директора Казначейства. Начальник отдела

+7 843 291 50 60

Валютные корр. счета

+7 843 291 50 61

Рублевые корр. счета

+7 843 291 50 62

Бэк-офис МБК

+7 843 291 50 64

SWIFT

+7 843 291 50 66

Расчеты РКЦ

+7 843 291 50 65

Угарова Татьяна Алексеевна

tugarova@spurtbank.ru

Журавлев Сергей Александрович

sjouravlev@spurtbank.ru

Замалеев Марат Дамирович

mzamaleev@spurtbank.ru

Сафина Гузелия Зиннуровна

gsafina@spurtbank.ru

Анцис Рузалия Рашитовна

rancis@spurtbank.ru

Каштанова Валентина Ефимовна

vkashtanova@spurtbank.ru

Настоящий информационный обзор рынка ценных бумаг содержит оценки и прогнозы Управления Казначейства Акционерного коммерческого Банка «Спурт» (открытое акционерное общество) (далее – «Банк») касательно будущих событий и/или действий, перспектив развития ситуации на рынке ценных бумаг, вероятности наступления определенных событий и совершения определенных действий на рынке ценных бумаг. Инвесторы не должны полностью полагаться на оценки и прогнозы, содержащиеся в настоящем обзоре, так как фактическое положение дел на рынке ценных бумаг в будущем может отличаться от прогнозируемых результатов по многим причинам.

Настоящий информационный обзор не является офертой - предложением купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном обзоре, не предполагают полноты их описания. Представленная информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц.

Информация и заключения, изложенные в настоящем обзоре, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица.

Данный обзор может использоваться только для информационных целей. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка.