

# Внутренний долговой рынок РФ

## Актуальность и цели развития

Овчинников Александр

Вице-президент  
Управление глобальных рынков

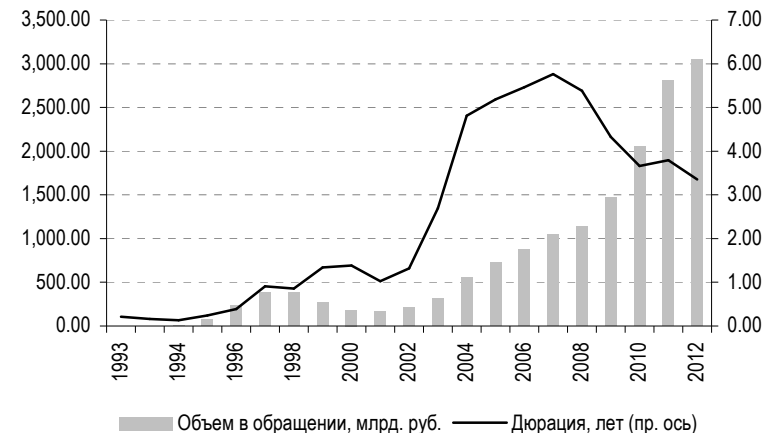


**Тройка** Диалог

# Рынок ОФЗ: совершеннолетие

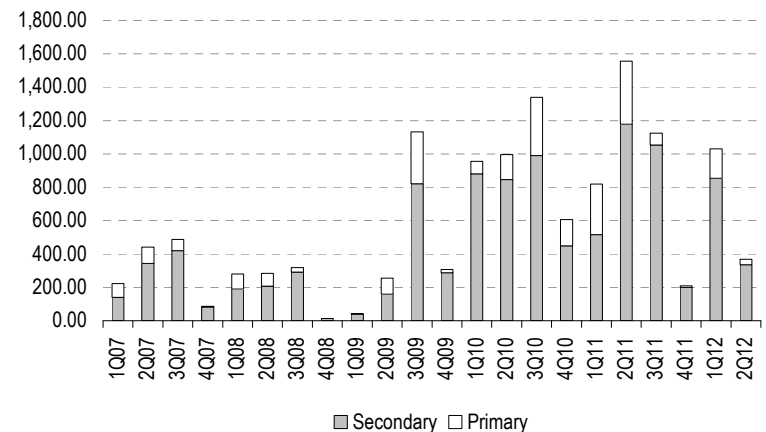
- ↑ Объем в обращении превысил 3,0 трлн. руб. по сравнению с 1,0 трлн. руб. на начало 2008
- ↑ Оборот вторичного рынка вырос в 3 – 4 раза.
- ↑ Стандартный объем котировок 100 – 200 млн. руб. (ранее 2 – 3 млн.), что сравнимо со стандартным объемом \$2–5 млн. на рынке еврооблигаций
- ↑ Рост ликвидности и капиталоемкости сделал ставки рынка ОФЗ репрезентативным индикатором для корпоративных заемщиков
- ? Внешние рынки по-прежнему оказывают существенное влияние
- ? Участие нерезидентов необходимо для развития рынка, но его неразвитость повышает волатильность и риски инвесторов
- ? Возможности профучастников высоки

Количественные показатели роста рынка гособлигаций



Источник: Тройка Диалог, Банк России

Объем первичного и вторичного рынка, млрд. руб.

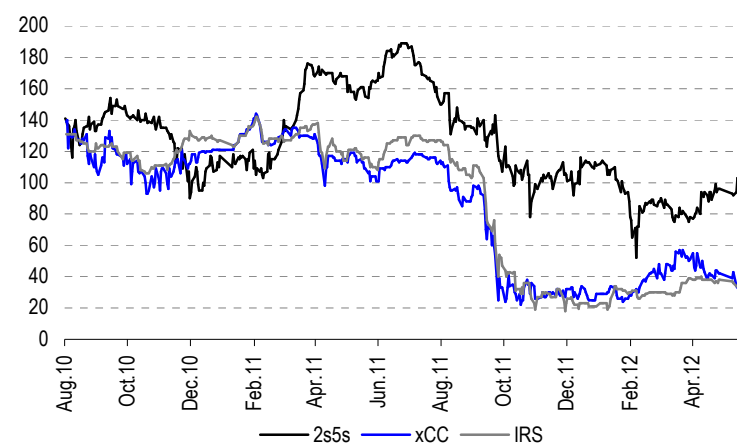


Источник: Тройка Диалог, Минфин, ММВБ

# Актуальность изменений

- ↓ Модель рынка, создававшегося в 90-х годах и соответствовавшая задачам и потребностям того периода, устарела
- ↓ Сформировавшись как “модель роста”, рынок падает в отсутствие спроса на рисках роста ставок и/или ослабления курса рубля
- ↓ Вопрос участия на первичном рынке до сих пор зачастую увязывается с размером “премии” к кривой ОФЗ, которую может дать Минфин
- ↓ Отсутствие в предыдущие годы макроэкономических предпосылок для модернизации и развития привело к тому, что рынок государственных ценных бумаг не смог стать инструментом для защиты капиталов инвесторов в период развития мирового финансового кризиса в 2008
- ↓ Подобные риски не устранены и к настоящему времени...

Спрэд между 2-х и 5-летними ставками на кривой ОФЗ, IRS, xCC



Source: Troika Dialog

# Плоды осторожной бюджетной политики

- 1) Предвыборные обещания не обернулись существенным ростом расходов, т. к. часть дополнительных обязательств уже была заложена в бюджет: правительство пересмотрело в параметры бюджета на 2012 г., повысив расходы лишь на 89 млрд. руб. и ожидая исполнить его с дефицитом в размере 68,1 млрд. руб., или 0,1% ВВП.
- 2) Мы полагаем, что бюджет удастся свести без дефицита, а приверженность правительства политике бюджетной стабильности позволит ограничить инфляционные риски, которая, как мы полагаем, не превысит 5,0% по итогам года.
- 3) Несмотря на высокие цены на нефть, перечисление 822 млрд. руб. в Резервный фонд РФ, требует привлечение значительного объема средств
- 4) Программа внешних заимствований на 2012 г. не пересматривалась и полностью выполнена:
- 5) Программа заимствований на внутреннем рынке была сокращена на 500 млрд. руб. но остается достаточно большой для текущих возможностей инвесторов

# Макроэкономический фон и политика ЦБ РФ

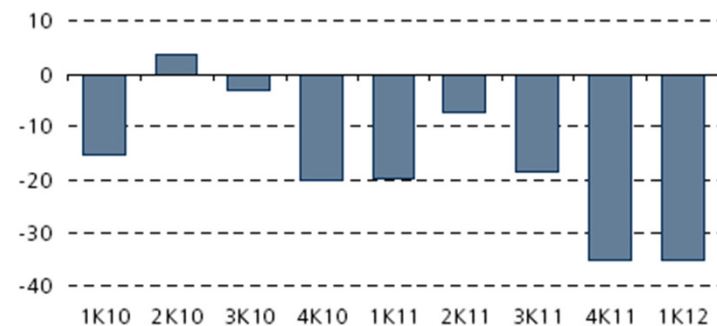
- 1) Влияние тарифов на инфляцию остается фактором неопределенности для Банка России, который, проводя “политику инфляционного таргетирования”, ограничивает предложение в банковской системе
- 2) В случае стабилизации ситуации на мировых рынках, и убедившись в степени влияния тарифов на ИПЦ, ЦБ РФ может снизить ставки в сентябре
- 3) Ожидание укрепления рубля, высокие процентные ставки в реальном выражении и ожидания либерализации рынка стимулировали высокий спрос со стороны нерезидентов в начале года
- 4) Отток капитала является одним из факторов, влияющим на ликвидность, и внутренние финансовые рынки

Ставки “овернайт” ЦБ и денежного рынка



Источник: ЦБ

Чистый отток капитала из России, \$ млрд.

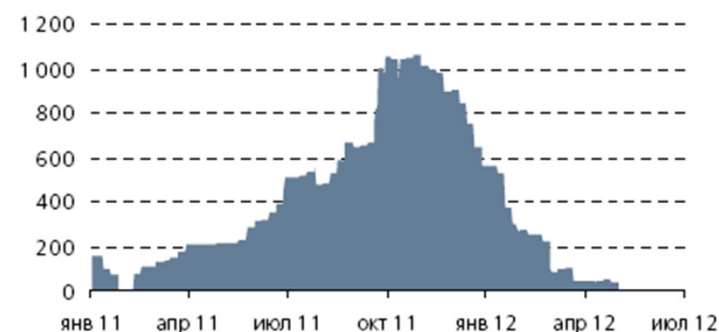


Источник: ЦБ

# Ликвидность банковской системы и спрос на ОФЗ

- 1) В 2011 году удачное сочетание бюджетной политики Минфина и политики Банка России (размещение среднесрочных депозитов в банках и операции РЕПО) позволили Минфину безболезненно для рынка занять необходимый объем средств
- 2) Профицит бюджета в марте – апреле т.г., снижение предложения депозитов Минфина и отток капитала привели к изъятию ликвидности из системы
- 3) Спрос на рефинансирование в ЦБ упростил кривую в результате роста ставок в фронтальном участке
- 4) Возможно, что операции РЕПО с акциями и депозитные операции Казначейства поддержат ликвидность
- 5) Внешние риски по прежнему сдерживают спрос на рынке ОФЗ

Объем депозитов Минфина в коммерческих банках, млрд. руб.



Источник: Минфин

Чистая ликвидная позиция российских банков\*, млрд. руб.



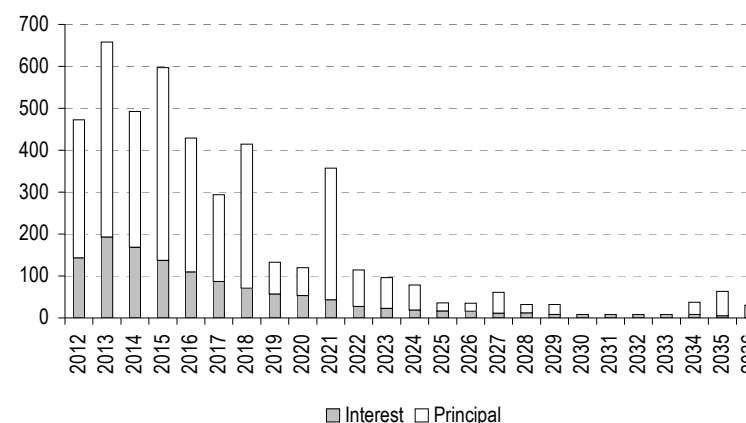
\* Остатки на корсчетах и депозитах банков в ЦБ и их инвестиции в ОБР за вычетом кредитов РЕПО и депозитов Минфина на их балансе.

Источник: Тройка Диалог

# Реализация программы заимствований на 2012 г

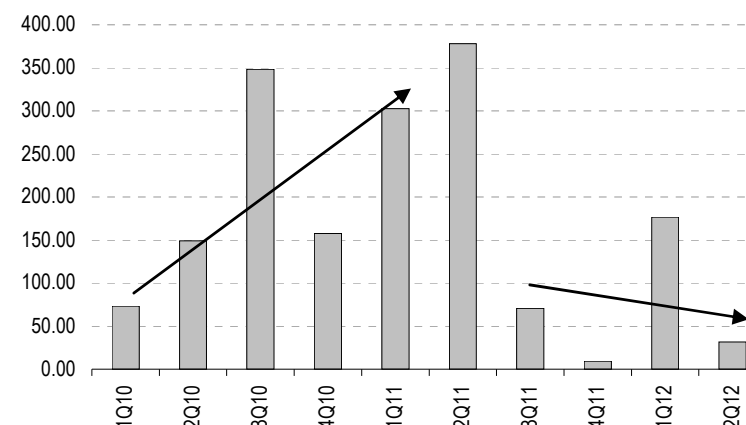
- 1) Реализация программы заимствований даже после ее сокращения, сложно реализуема без расширения базы инвесторов и качества услуг
- 2) В 90е годы рынок создавался как банковский: доля фондов, обладающих длинными ресурсами, невысока, а возможности банков ограничены
- 3) Иностранные инвесторы, привлеченные укреплением рубля, снижением инфляции, сократили свое присутствие на внутреннем рынке РФ на фоне роста кредитных рисков в Европе
- 4) Мы затрудняемся оценить вероятность допуска Euroclear и Clearstream, но, скорее всего, решение будет принято после формирования “повестки дня” нового правительства в июне

Структура погашения процентов и суммы основного долга, млрд. руб.



Источник: Тройка Диалог

Операции Минфина РФ на первичном рынке, млрд. руб.



Источник: Тройка Диалог, Минфин



## Схема “доступа нерезидентов” – 3-я, рынок – тот же

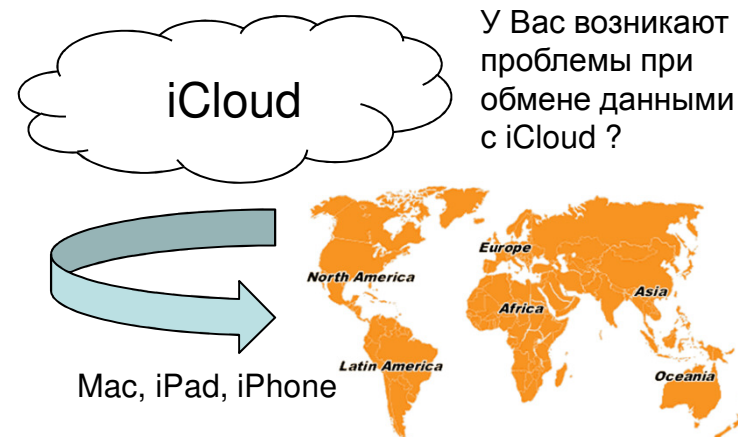
- 1) Попытки привлечения нерезидентов на внутренний рынок предпринимались и ранее (в 1996-97 гг. с участием “бывших сов-загранбанков” и через “счета типа С”)
- 2) Предложенная сейчас схема открытия счетов номинального держателя в международных депозитарно-клиринговых системах является наиболее техничной и защищающей права и способной привлечь заинтересованных инвесторов
- 3) По различным оценкам доля государственных облигаций в портфеле нерезидентов может возрасти в текущем году до 10-15% в случае, если их доступ через счета в Euroclear и Clearstream будет упрощен
- 4) Перенос либо отмена самой идеи открытия доступа нерезидентов на внутренний рынок негативно отразится на возможностях Минфина выполнить план привлечения требуемых средств в бюджет
- 5) С другой стороны либерализация рынка активизирует спекулятивно настроенных локальных участников рынка и повысит его зависимость от конъюнктуры внешних рынков, направления и силы потока средств нерезидентов на и с него



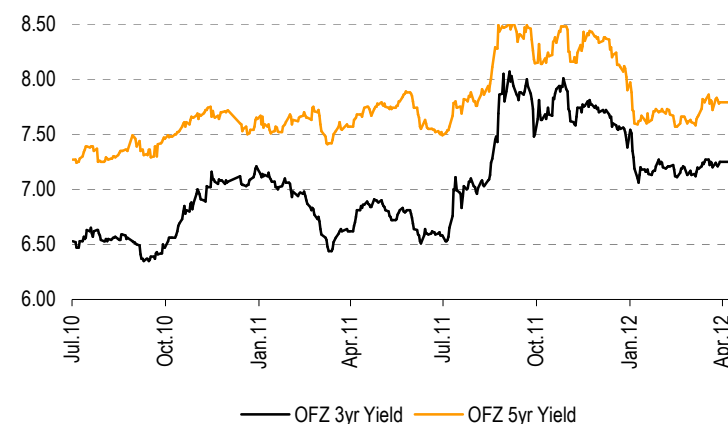
# Развитие всегда означает решение новых вопросов

Проблемы, которые обострились уже сейчас еще до запуска схемы доступа нерезидентов к операциям с ОФЗ:

- **Инфраструктура:** Опасения того, что рынок ОФЗ, став внебиржевым с возможностью расчетов по сделкам в Euroclear и Clearstream потеряет ликвидность ложны
- **Волатильность:** приток и отток ограниченного объема средств нерезидентов, повысил волатильность вдоль кривой, повысив риски локальных инвесторов
- **Мониторинг регулятора:** доля ОФЗ в портфелях нерезидентов не ведется должным образом, снижая возможности регулятора в процессе прогнозирования и обеспечения стабильности внутренних рынков



Рост волатильности ставок на кривой ОФЗ %



Источник: Тройка Диалог

# Даже минимум усилий дал заметный результат

## 1) Даже минимум усилий уже дал заметный результат:

- Минфин возобновил публикацию графика аукционов на квартал
- Минфин отказался от операций по продаже ОФЗ на вторичном рынке, снизив давление на инвесторов, выкупающих эмиссию на первичном рынке
- Минфин стал публиковать ориентир доходности ОФЗ перед аукционом
- отмена предварительного депонирования денежных средств на аукционах
- возможность осуществления операций на внебиржевом рынке

## 2) Развитие инфраструктуры рынка в дальнейшем позволит качественно преобразовать рынок

- развитие рынка производных: уже сейчас фьючерсы на корзину ОФЗ позволяет хеджировать процентные риски, связанные с инвестициями в гособлигации
- конкуренция между основными маркет-мейкерами приведет к росту услуг на рынке
- очевидно, что эмитент также должен будет совершенствовать инфраструктуру, привлекая инвесторов к участию на первичном рынке (налогообложение, выкуп off-the-runs, стандартизованный график размещения benchmark on-the-runs, STRIPS)