

СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

Харисова Ф.И., к.э.н., доцент кафедры «Экономического анализа и аудита»

Казанский Государственный Финансово-Экономический Институт

В мире нет государства, которое в те или иные периоды своей истории не сталкивалось бы с проблемой растущей задолженности. Сегодня значительный государственный долг имеют такие высокоразвитые страны, как США, Япония, Канада, Германия, Великобритания¹. При этом основная его часть — это задолженность, возникшая в последние два-три десятилетия и связанная с проведением долгосрочной дефицитной бюджетной политики. Как справедливо отметил Лоренц фон Штейн: «государство без задолженности или слишком мало делает для своего будущего или слишком много требует от современности». Подтверждая это мнение, специалисты признают, что действительно заимствования необходимы любому государству, и наличие рынка государственных ценных бумаг с развитой инфраструктурой — это большая ценность².

В России рынок государственных ценных бумаг прошел несколько этапов развития от резких взлетов до падений и полной стагнации. Важной задачей Правительства в посткризисном 1999 г. было восстановление доверия к инструментам государственного долга. Последствия кризиса преодолевались медленно с одновременным созданием объективных предпосылок для развития этого сектора российского финансового рынка в будущем. В последние годы значительно увеличены сроки государственных внутренних заимствований, восстановлено доверие участников рынка, отлажено нормативное регулирование рынка государственных ценных бумаг, увеличена ликвидность рынка и объемов размещаемых на нем финансовых инструментов.

Ситуация с государственным долгом России, оформленным государственными ценными бумагами, который еще недавно был тяжелым бременем для правительства, сегодня выглядит вполне благополучной. В настоящее время, благодаря устойчивому профициту бюджета, правительство осуществляет политику активных заимствований. Вместе с тем при анализе доходности государственных ценных бумаг отмечается, что она находится на достаточно низком уровне. Например, на начало 2005 г. доходность краткосрочных облигаций составляла 3-4,5% годовых, среднесрочных — 5,2-7%, долгосрочных — 8,1-8,4% годовых³. В такой ситуации инвесторы не спешат становиться владельцами государственных ценных бумаг. Фактически на рынке государственных ценных бумаг действуют лишь Центральный банк и Пенсионный фонд России. Однако этого недостаточно для развития рынка внутренних заимствований. Центральный банк и

Пенсионный фонд придерживаются преимущественно консервативной стратегии, т. е. вкладывают средства с целью получения гарантированного дохода в течение длительного времени. Оборачиваемость же выпусков, находящихся в их портфелях, крайне низка, что негативно сказывается на основных показателях качества рынка.

Государство при разработке своей программы заимствований для оптимизации характеристик государственного долга обязано учитывать интересы различных групп инвесторов. Инвесторы имеют разные предпочтения в отношении тех или иных инвестиционных характеристик. Но преобладание той или иной группы инвесторов ведет к увеличению значимости изменений одних инвестиционных характеристик ценных бумаг и снижению ценности других характеристик.

Вследствие этого без надлежащего учета структуры инвесторов, даже при объективном улучшении инвестиционных характеристик государственных ценных бумаг, далеко не обязательно увеличится спрос на эти ценные бумаги. И, наоборот, при неизменности отмеченных характеристик возможен прирост спроса на ценные бумаги, если ориентировать их на те группы инвесторов, предпочтения которых в наибольшей степени соответствуют инвестиционным характеристикам выпускаемых ценных бумаг.

Федеральный закон «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации» предусматривает значительные инвестиции средств пенсионной системы в государственные ценные бумаги. Это может негативным образом сказаться на рынке ГКО-ОФЗ из-за концентрации государственных ценных бумаг у «пассивных» инвесторов и снижения ликвидности рынка. В целях предотвращения такой ситуации на рынке внутреннего долга необходима сегментация рынка путем выпуска в обращение специальных государственных ценных бумаг для институциональных инвесторов. Таким образом, с изменением структуры инвесторов на организованном рынке существует объективная необходимость в совершенствовании его инфраструктуры. По этой причине Министерство финансов РФ считает возможным для инвестирования накопительной части трудовой пенсии использовать государственные сберегательные облигации. Принятие новой редакции Генеральных условий эмиссии и обращения государственных сберегательных облигаций позволяет включить в число потенциальных владельцев ГСО Пенсионный фонд РФ и управляющие компании. В 2005 году эмиссия государственных сберегательных облигаций (ГСО) в объеме 60 млрд. рублей осуществляется в основном с целью размещения средств Пенсионного фонда России и государственной управляющей компании — Внешэкономбанка⁴.

Также одной из перспектив на рынке государственных ценных бумаг является упрощение доступа на рынок российских граждан. Некоторое время назад Министерство финансов планировало разработать Национальную систему сбережений. Министерство экономического развития поддерживало этот проект с целью снижения инфляции. Но в настоящее время, как отмечают специалисты, выпуск облигаций для населения является нецелесообразным. Эти ценные бумаги выпускаются в бумажной форме и являются достаточно сложным инструмен-

¹ Головачев Д.Л. Теория, российская и мировая практика. — М.: ЧеРо, 1998, с.52

² Данилов Ю.А. Рынки государственного долга: мировые тенденции и российская практика — М.: ГУВШЭ, 2002.

³ www.rq.ru. Нечаев А. Меняем внешний долг на внутренний 20.01.2005 г.

⁴ www.minfin.ru. Официальная информация от 13 января 2005 года.

том. Ранее выпущенные облигации в основном «оседали» у банков и до населения не доходили.

С учетом изложенного, целесообразно выпускать для населения специальные государственные ценные бумаги. Для России, испытывающей нехватку ресурсов на внутреннем финансовом рынке, при наличии в то же время значительных сбережений населения, не вовлеченных в оборот, это направление совершенствования организации рынка государственных ценных бумаг представляется особенно актуальным. Подобная система прямых заимствований, когда между заемщиком (государством) и кредитором отсутствуют промежуточные звенья, как свидетельствует международный опыт, может представлять значительный интерес для населения и, кроме того, создаст конкурентную среду на рынке вкладов населения. Это, в свою очередь, должно всерьез заинтересовать простых россиян во вкладах в государственные ценные бумаги⁵.

Таким образом, возникает реальная возможность создания сегментированного внутреннего рынка государственных ценных бумаг, включающего рынок ГКО-ОФЗ, рынок ГСО и рынок государственных ценных бумаг для населения. Благодаря этому будут учтены интересы потенциальных инвесторов и созданы эффективные каналы размещения ценных бумаг. Создание сегментированного рынка позволит увеличить дюрацию государственного внутреннего долга и уменьшить стоимость его обслуживания за счет увеличения спроса на государственные ценные бумаги.

В процессе развития внутренних рынков государственных ценных бумаг различных стран накоплен значительный опыт по их организации. Российский рынок государственных ценных бумаг страдает недостаточной организованностью, прежде всего в использовании механизмов торговли. Поэтому необходимо максимально широко применять мировой опыт организации размещения государственных ценных бумаг для повышения эффективности российского рынка. При этом, как показывает зарубежная практика, привлекательность рынка государственных ценных бумаг значительно усиливается путем повышения прозрачности информации о них.

В 2003 г. вступил в действие ряд новых нормативных документов, регулирующих размещение и обращение государственных ценных бумаг на организованном рынке ценных бумаг. В соответствии с принятыми документами предусмотрено возрождение института первичных дилеров на рынке ГКО-ОФЗ, который существовал в 1997-1998 гг. Первичные дилеры (в отличие от вторичных) имели тогда жесткие обязательства по объему средств, направляемых для приобретения облигаций на аукционе. Кроме того, первичные дилеры выставляли твердые котировки на вторичных торгах по обращающимся облигациям. Появление первичных дилеров на рынке государственных ценных бумаг позволит не допустить концентрации значительной части выпуска у одного инвестора за счет обязательного присутствия всех первичных дилеров, как при первичном размещении, так и на вторичном рынке. Система первичных дилеров эффективна в условиях как развитого, так и формирующегося рынка. Первичные дилеры по-разному называются в разных странах, однако их функции на рынке государственных ценных бумаг едины во всем мире, с минимальными на-

циональными особенностями. Первичные дилеры являются опорой государства на финансовом рынке⁶.

На роль первичных дилеров во всем мире выбираются наиболее крупные участники рынка. Государственные органы и институты не выполняют такие функции. При внедрении системы первичных дилеров в России необходимо учитывать то, что они, с одной стороны, поддерживают рынок, увеличивают его ликвидность, а с другой – способствуют усилению монополизации рынка. Нельзя не согласиться с выводом А.В. Чумаченко о том, что внедрение института первичных дилеров способно повысить организованность рынка любого государственного инструмента⁷.

Также одним из интересных направлений совершенствования рынка государственных ценных бумаг специалисты считают систему «стрипования», суть которой заключается в отделении процентов от основной суммы долга. В настоящее время аналогичные программы стрипования ценных бумаг действуют во многих странах мира. Ценные бумаги, получаемые в результате расщепления, получили наименование «стрипы». Вместо одной долгосрочной облигации на рынке обращаются одна долгосрочная и несколько краткосрочных ценных бумаг со сроком обращения, равным купонному периоду материнской облигации. Данная программа позволяет, не меняя структуру государственного внутреннего долга, производить долгосрочные заимствования, одновременно предлагая участникам рынка пользующиеся спросом краткосрочные финансовые инструменты. Это повышает ликвидность рынка и делает его доступным для частных инвесторов⁸.

В настоящее время в России есть три основных препятствия для эффективного использования стрипования:

- стрипы, являясь при определенных условиях эффективным инструментом повышения ликвидности рынка, в российских условиях низкой ликвидности могут стать причиной снижения ликвидности рынка, поскольку стрипы способствуют дроблению рынка. Для эффективного внедрения стрипов необходимо предварительно повысить ликвидность рынка;
- на современном российском рынке не существует инструментов, которые могут быть подвергнуты эффективному стрипованию — для этого нужны длительные сроки обращения и большое количество купонных платежей. Поэтому для реализации программы стрипования необходим одновременный выпуск специальных государственных ценных бумаг с длительными сроками обращения и большим количеством купонных платежей;
- имеющийся мировой опыт говорит о том, что при осуществлении программ стрипования государственных обязательств чрезвычайно высок соблазн осуществить выпуск стрипов в большом количестве, нежели позволяет обеспечение. Без создания эффективных механизмов защиты от неадекватного выпуска стрипов внедрение стрипования на рынке государственных ценных бумаг России может привести к серьезным последствиям⁹.

К сожалению, еще неизвестно когда данная система будет работать в России. Однако ее появление могло бы не только существенно оживить торговлю краткосрочными ценными бумагами, но и оказать некоторое влияние на остальные обращающиеся на рынке облигации.

⁶ www.minfin.ru. Голикова Т.А. Позитивное развитие.

⁷ www.opes.ru. Чумаченко А.В. Эволюция рынка государственных заимствований в переходный период.

⁸ Логвин А., Бездетнов П. Рынок долговых инструментов: испытание кризисом // Рынок ценных бумаг. – 2004. – 16 (271), с.14.

⁹ Данилов Ю.А. Рынки государственного долга: мировые тенденции и российская практика – М.: ГУВШЭ, 2002, с. 388

⁵ www.lin.ru. Министерство финансов РФ упрощает доступ на рынок государственных ценных бумаг для простых российских граждан. 22 марта 2005 года.

Таким образом, основными мерами по совершенствованию организации рынка государственных ценных бумаг в России можно назвать следующие:

- внедрение мировых стандартов организации рынка;
- повышение стандартов информационной обеспеченности инвесторов;
- активизация использования первичных дилеров;
- создание инфраструктурных систем, ориентированных на население.

Эффективное развитие рыночной экономики невозможно без активного функционирования финансового рынка, важнейшим звеном которого выступает рынок государственных ценных бумаг. Для повышения эффективности работы рынка государственных ценных бумаг необходимо добиваться, чтобы одновременно с ним в нашей стране действовало еще два рынка: рынок муниципальных и рынок корпоративных ценных бумаг.¹⁰

Харисова Фирдаус Ильясовна

¹⁰ При написании данной статьи наряду с указанными постранично источниками информации также были приняты во внимание материалы следующих публикаций в журнале «НОУ-ХАУ БИЗНЕСА»:

1) в № 1 за 2004 г. - Иванчихин А.В. Современные тенденции развития российского рынка ценных бумаг и его интеграция в мировой фондовый рынок» (стр. 3-15);

2) в № 5 за 2004 г. - Роббинс Э. Советы эксперта о путях достижения успеха на рынке (стр. 41-49);

3) в № 9 за 2004 г. - еворков В.В., Леонтьев С.В. Методы изучения рынка (стр. 3-21).