

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ И ПРОБЛЕМЫ ЕГО ЛИКВИДНОСТИ

© 2010 Е.Е. Балакина*

Ключевые слова: рынок государственных ценных бумаг, ликвидность рынка, показатели ликвидности, первичные дилеры, стрипование.

Рассматривается рынок государственных ценных бумаг как инструмент макроэкономического регулирования. Выделяется неотъемлемое условие эффективного функционирования рынка суверенных облигаций - ликвидность рынка. Проводится анализ уровня ликвидности рынка государственных ценных бумаг, выявляются факторы, оказывающие негативное влияние на ликвидность. Предлагаются основные меры, способные повысить ликвидность российского рынка суверенных облигаций.

Рынок суверенных ценных бумаг, выступая в качестве важного источника внутренних государственных заимствований, является неотъемлемой частью финансовой системы любой экономически развитой страны. Привлекая средства, государство преследует широкий круг целей, таких как финансирование текущего бюджетного дефицита, рефинансирование более ранних займов, проведение операций на открытых рынках, финансирование целевых государственных программ. Кроме того, эффективный рынок государственных ценных бумаг предоставляет его участникам возможности инвестирования средств в сверхнадежные инструменты и обеспечивает формирование индикаторов безрисковых процентных ставок, необходимых как рынку корпоративных облигаций, так и иным сегментам финансового рынка, и экономике в целом.

Важнейшим условием эффективного функционирования рынка государственных ценных бумаг является высокий уровень его ликвидности. Если рынок недостаточно ликвидный, повышаются риски ценовой волатильности, что может негативно отразиться на уровне процентных ставок и увеличить стоимость новых заимствований, а также повлиять на проведение денежно-кредитной политики.

Вопрос о повышении ликвидности отечественного рынка государственных ценных бумаг поднимается специалистами давно. И хотя в данном направлении за период 2000-2009 гг. Минфину России удалось достигнуть определенных успехов, все же низкая емкость

рынка, отрицательная доходность государственных ценных бумаг, однотипность работающих на рынке инвесторов и излишне "осторожная" долговая политика не позволяют современному рынку государственного внутреннего долга оказывать серьезное влияние на макроэкономическую ситуацию и выступать в роли инструмента макроэкономического регулирования. Сегодня, когда экономика страны охвачена последствиями экономического кризиса и отмечаются снижения объемов налоговых поступлений, выпуск государственных облигационных займов становится важным источником финансирования дефицита бюджета, а проблема повышения ликвидности российского рынка государственных ценных бумаг приобретает особую актуальность.

Понятие ликвидности рынка является достаточно сложным и многогранным и его нелегко свести к единой четкой концепции. Отсюда и множество определений ликвидности, ни одно из которых не является до конца удовлетворительным. Часто употребляемым в научных работах и официальных документах является следующее: ликвидным считается тот рынок, на котором крупные сделки совершаются быстро и без существенной потери в цене.

В работах зарубежных исследователей рассматривается целый ряд характеристик ликвидности рынка. Однако общепринятыми и широко используемыми являются: глубина (depth), плотность (tightness) и упругость (resiliency).

* Балакина Елена Евгеньевна, аспирант Самарского государственного экономического университета.
E-mail: helenm@mail.ru.

Глубина измеряет емкость рынка, т.е. показывает возможный объем заявок, который рынок готов поглотить в данный момент времени и характеризуется либо суммарным торговым оборотом, либо объемом заявок на покупку и продажу на определенный момент времени, либо за какой-либо временной интервал. Когда глубина оценивается как суммарный объем заявок на покупку и продажу, она отражает потенциальные потребности участников рынка в совершении сделок. Суммарный показатель, отражающий торговые обороты и объем заявок, иногда называется эффективным спросом и предложением. Чем выше значение данного показателя, тем ликвидность выше. Иногда глубина также оценивается как влияние рынка (market impact) и отражает объем сделки, которая может быть совершена без значительного изменения цены.

Плотность характеризует уровень затрат, связанных с заключением сделки и представляет собой отклонения цен сделок от среднерыночной цены. Как правило, плотность характеризуется спредом между ценами спроса и предложения (bid-ask spread). Чем ниже значение этого показателя (уже спреда), тем ликвидность выше.

Упругость отражает скорость возврата рынка после сделки к своему нормальному состоянию (величинам спреда, размерам заявок). Чем выше показатели упругости рынка, тем ликвиднее рассматриваемый рынок.

Позднее к этим трем наиболее часто используемым параметрам ликвидности добавился показатель **немедленности**, или скорости, который демонстрирует скорость исполнения заявок на покупку и продажу.

В зависимости от основных характеристик ликвидности, приведенное выше определение распадается на несколько частных определений, поскольку они указывают на метод измерения ликвидности (если не всей

сразу, то хотя бы отдельных ее “частей”). И когда мы говорим о том или ином показателе ликвидности, мы подразумеваем какой-нибудь частный, который дает оценку немедленности, плотности, глубине или упругости. Учет всех четырех компонентов предоставляет наиболее полную картину об уровне ликвидности.

Не только нет одного, исчерпывающего определения ликвидности, но нет и одного, исчерпывающего показателя немедленности, широты, глубины и упругости. У каждого атрибута ликвидности - несколько показателей, и это разнообразие - следствие ущербности любого из них.

Проведенный анализ ликвидности рынка государственных ценных бумаг за период 2003-2007 гг. указывает:

- ♦ на недостаточную глубину российского рынка. Оборот на вторичных торгах и количество заключенных сделок характеризуют заметное снижение уровня активности участников, а также количества заключенных сделок (табл. 1);

- ♦ на высокое значение спреда bid-ask в первые два года обращения бумаги, когда велика доля спекулятивных сделок, а рынок еще не стабилизирован, и дальнейшее его снижение в третьем году, когда рынок уже наводнен другими бумагами аналогичными по срокам и объемам “эталонным” выпускам¹.

Причинами недостаточной ликвидности рынка государственных ценных бумаг может быть целый ряд факторов, но непосредственное влияние на уровень ликвидности российского внутреннего рынка суверенных ценных бумаг оказывают следующие:

- ♦ **структура инвесторов.** Широкий круг участников с различными инвестиционными горизонтами и многообразными потребностями в осуществлении операций в значительной степени способствуют повышению ликвидности рынка. Однако крупными инве-

Таблица 1

Оборот на вторичных торгах и количество заключенных сделок

Период	Оборот на вторичных торгах, млрд. руб.	Количество заключенных сделок, тыс. шт.
I кв. 2003 г.	272,7	16,9
I кв. 2004 г.	238,1	13,7
I кв. 2005 г.	103,1	6,1
I кв. 2006 г.	132,8	6,6
I кв. 2007 г.	140,4	6,2

сторонами на российском рынке государственных ценных бумаг были и продолжают оставаться банки (на 1 января 2003 г. - 63%; на 1 января 2010 г. - 41,8%)², а также пассивные участники (Пенсионный фонд РФ и управляющие компании, осуществляющие доверительное управление средствами пенсионных накоплений);

♦ *достаточность финансовых инструментов.* Малый объем рынка (в 2009 г. - 4,7% ВВП)³ является сдерживающим фактором для развития производных инструментов, а также операций РЕПО и стрипования, что, в свою очередь, негативно влияет на интерес инвесторов к рынку суверенных облигаций и снижает его ликвидность. Кроме того, чересчур "осторожная" политика заимствований, проявляющаяся в преждевременной замене эталонных выпусков на новые выпуски с аналогичными характеристиками, приводит к смещению ликвидности в сторону последних;

♦ *спектр существующих на рынке операций.* Помимо прямых операций (купля-продажа) на рынке государственных ценных бумаг широкое применение получили операции на возвратной основе. Так, за последние годы сделки прямого РЕПО с Банком России, заключаемые на рынке госбумаг, стали основным инструментом ЦБ при проведении денежно-кредитной политики, а сделки между дилерского РЕПО, совершаемые участниками рынка госбумаг, позволяют им эффективно размещать и привлекать временно свободные средства под надежное обеспечение. Как результат, объем сделок прямого РЕПО с Банком России составил в 2007 г. 7,74 трлн. руб. (33,4% от общего объема торгов на рынке госбумаг), а объемы сделок между дилерского РЕПО - 5,14 трлн. руб. (22,2% от общего объема торгов на рынке госбумаг)⁴.

Однако снижению ликвидности рынка суверенных ценных бумаг способствует ограничение круга банков, допущенных к заключению сделок обратного РЕПО. Не поддерживает ликвидность рынка и появление арбитражных возможностей: снижая надежность операций, они тормозят и рост ликвидности;

♦ *уровень доходности государственных ценных бумаг.* Укрепление национальной валюты, увеличение валютных резервов, значительный объем рублевого предложения, законодательное требование по инвестированию средств накопительных систем в государственные ценные бумаги и повышение суверенных рейтингов России привели к сохранению уровня доходности по государственным облигациям ниже уровня текущей инфляции (табл. 2). Такая доходность рынка госбумаг не позволяет инвесторам осуществлять полноценные вложения, как следствие не способствует диверсификации покупателей суверенных облигаций и отрицательно сказывается на ликвидности рынка.

Наиболее действенными мерами, которые могли бы помочь рынку внутренних государственных ценных бумаг повысить свою ликвидность являются следующие:

♦ пересмотр доходности и приближение ее к уровню, хотя бы минимально превышающему инфляцию. Решение этой задачи станет возможным при расширении инвестиционной направленности средств, привлеченных через систему государственных заимствований;

♦ диверсификация категорий инвесторов, прежде всего создание благоприятных условий для розничного инвестора. Расширение круга покупателей государственных ценных бумаг за счет консервативных инвесторов не создает конкурентной среды и не способствует увеличению ликвидности рынка. Кроме

Таблица 2

Характеристика доходности государственных ценных бумаг*

Период	Средневзвешенная доходность (по средневзвешенной цене) размещенных выпусков, %	Уровень инфляции, %
2003 г.	8,7	12
2004 г.	7,4	11,7
2005 г.	7,5	10,9
2006 г.	6,6	9
2007 г. (8 мес.)	6,6	6,7

* По материалам Минфина России и Федеральной службы государственной статистики.

того, появление на рынке “монополистов”, в портфелях которых концентрируется значительный объем выпуска, делает рынок недоступным для мелких инвесторов и ухудшает его ликвидность;

◆ возрождение института первичных дилеров. Система первичных дилеров, как показывает мировой опыт, эффективна в условиях развитого и формирующегося рынка. Появление этих игроков на рынке государственных ценных бумаг позволит не допустить концентрации значительной части выпуска у одного инвестора и преобразовать номинальную ликвидность рынка в реальную по средствам продажи облигаций на вторичном рынке в нужное время и в нужном количестве. В условиях развивающейся экономики институт первичного дилерства может быть использован Банком России для проведения более эффективной денежно-кредитной политики, контроля над уровнем инфляции;

◆ развитие системы “стрипования”. На сегодняшний день программы стрипования - раздельного обращения купонов и номиналов облигаций - используются в большинстве развитых стран (США, Великобритании, Германии, Канаде). Одной из причин популярности программ стрипования стало то, что их введение предоставляет Министерству финансов, как эмитенту, возможность предложить участникам пользующиеся спросом краткосрочные финансовые инструменты без изменения политики долгосрочных заимствований и без сокращения дюрации долга. Для Банка России появление нового короткого

сегмента рынка государственных ценных бумаг, сопровождающееся повышением активности участников рынка, означает формирование индикатора стоимости коротких денег, общее повышение ликвидности рынка государственных ценных бумаг и, как следствие, возможность более гибко осуществлять денежно-кредитную политику и управлять ликвидностью банковской системы. Для дилеров и инвесторов операции стрипования предоставляют возможности по формированию и эффективному управлению своими портфелями государственных ценных бумаг.

Таким образом, создание ликвидного рынка государственных ценных бумаг, присущего всем развитым странам, является в настоящее время одной из первоочередных задач для России. В силу особенностей, присущих суверенному рынку облигаций, необходима разработка специфических направлений его развития, расширение инструментов, круга участников и операций, а также продуманная эмиссионная политика.

¹ Стахович Л.В., Шахназарян Г.Э. Проблемы ликвидности современного российского рынка государственных ценных бумаг // Фин. аналитика: проблемы и решения. 2008. № 1 (1).

² Рассчитано по данным Минфина России и Банка России.

³ По данным Минфина России и Банка России.

⁴ Интервью с А. Потемкиным “Основной риск для рынка облигаций - возвращение крупных российских заемщиков” // Коммерсантъ. 2008. 22 мая. С. 34.

Поступила в редакцию 15.06.2010 г.