

УДК 336.76

## Российский рынок облигаций как часть мирового облигационного рынка

Никифорова В.Д. [ver.niko2011@yandex.ru](mailto:ver.niko2011@yandex.ru)

Санкт-Петербургский государственный экономический университет

Садыгов Эльнур Магомед Оглы

Азербайджанский государственный экономический университет

*В настоящее время получает дополнительный импульс развития облигационный рынок России. В статье анализируются исторические предпосылки зарождения российского рынка облигаций, его современная структура, интеграционные процессы. Авторами раскрываются институциональные изменения на этом рынке России, направленные на привлечение иностранных эмитентов, инвесторов и посредников.*

*Ключевые слова:* рынок облигаций, межрыночные связи, финансовые посредники, институциональные изменения.

Развитие фондового рынка России имеет интересную историю и уходит своими корнями в глубь XVIII в. Дискуссия о точной дате возникновения российского рынка облигаций до сих пор остается открытой. Одни исследователи полагают, что отсчет времени его основания идет от 2 апреля 1769 г., т.е. со дня издания «Рескрипта о выпуске первого русского государственного займа». Другие считают, что рынок берет начало с организации в 1809 г. первых государственных займов в России. Оставим это исследователям для поисков новых доказательств. Однако, справедливости ради отметим, что первые облигации в России появились одновременно с первыми бумажными деньгами, когда Россия разместила в Голландии первый государственный внешний заем.

Общей тенденцией, начиная с первой половины 19 в., стало постепенное увеличение доли государственного долга в форме облигаций: к концу Екатерининской эпохи - до 19,3%, правления Александра 1 - 55%, Николаевской эпохи - 70,3%.<sup>\*</sup> С отменой крепостного права в Российской империи стали появляться акционерные общества, формироваться рынки акций и корпоративных облигаций. Созданная в период правления Александра 2 система защиты иностранных инвестиций способствовала

---

<sup>1</sup> Давиденко Л.П., Еремин Б.А., Никифорова В.Д. Очерки становления фондового рынка в Санкт-Петербурге. - СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2003, с. 12.

притоку иностранного капитала в развитие экономики России. Во времена правления Александра 3 правительство выпускало облигации, номинированные во французских франках, германских марках, в фунтах стерлингов, голландских гульденах, американских долларах, датских кронах. Следующей новацией российского правительства стали в 1883 г. рентные (бессрочные) облигации, которые погашались путем их покупки на бирже. Начало 20 в. характеризовалось сменой рентных облигаций на государственные облигации с конечным сроком погашения. Средства от эмиссии этих государственных облигаций в основном направлялись на финансирование военных расходов, а в дальнейшем - и расходов на подавление революции (1905-1906 г.г.).

Октябрьская революция 1917 г. ознаменовалась отказом рабоче-крестьянского государства от обязательств по займам Царской России и ликвидацией бирж (декрет СНК от 03.02.1918 г.). Но, до сентября 1922 г. ценные бумаги аннулированных государственных займов выступали в качестве общегосударственных денежных знаков правительства РСФСР. В период НЭПа (1922-1929 г.г.) выпускались государственные облигации, которые, обычно распределялись между различными предприятиями и работниками предприятий. В дальнейшем по всей стране стала создаваться разветвленная сеть сберкасс, через которую осуществлялось размещение, обращение и выкуп государственных облигаций. Советское государство использовало монопольное право наряду с денежной эмиссией на выпуск облигаций сберегательного займа, выступавших дополнительным финансовым инструментом привлечения средств для финансирования индустриализации, коллективизации, культурной революции, обороны страны.

Рыночные реформы, проводимые в стране с 1992-1994 г.г., привели к отказу государства от денежной эмиссии для покрытия своих расходов. На ММВБ начинают размещаться в режиме on-line первые выпуски государственных облигаций РФ сроком обращения на 3, 6 и 12 месяцев. В дальнейшем инструментарий государственных бумаг расширился за счет появления облигаций с переменным и фиксированным купоном, с различными сроками обращения (более 1 г.), с амортизацией долга, номинированных в валюте и т.п. Появление электронной торговой системы «РТС», расширение региональной сети ММВБ способствовали увеличению доли биржевого сегмента на российском рынке облигаций. После августовского кризиса 1998 г. на рынке государственного долга РФ правительством была проведена новация и выход из дефолта. Постепенно на рынке облигаций стали появляться новые инструменты: ОБР, ипотечные облигации, гарантированные правительством, муниципальные облигации, государственные сберегательные облигации, а также расширилось число корпоративных эмитентов. В настоящее время, несмотря на мировой финансовый кризис, российский рынок облигаций сохраняет позитивную динамику своего развития.

Современный вторичный рынок облигаций в РФ представлен преимущественно рынком корпоративных облигаций. Доля рынка государственных облигаций, на котором представлены федеральные и субфедеральные займы, составляет немногим менее половины. По состоянию на март 2012 года, сумма в обращении ОФЗ-ПД составляла 1,9 трлн. руб., а по ОФЗ-АД — 1,1 трлн. руб. Сумма задолженности по государственным сберегательным облигациям составляла 0,6 трлн. рублей. Основными владельцами ОФЗ являются российские банки (включая Центробанк), которые занимают 70% рынка. Доля иностранных инвесторов на рынке ОФЗ составляет менее 5%, что является одним из самых низких показателей среди стран с развивающимися рынками.

Что касается субфедеральных займов, то сегодня в обращении находятся облигации более 30 субъектов РФ (доля рынка более 10%). Основной объем выпущенных облигаций приходится на Москву и Московскую область. Регионы-заемщики в 2008-2010 гг., за время действия антикризисной программы федерального правительства, практически вдвое увеличили долговую нагрузку (с 599,6 млрд руб. в 2008 г. до 1,072 трлн руб. по итогам 11 мес. 2011 г.), причем в основном за счет бюджетных кредитов, доля которых в структуре совокупного госдолга субъектов заметно возросла с 7% до 37%. А так как сроки погашения по бюджетным кредитам наступают преимущественно в 2012-2013 гг., то, можно полагать, что облигации субъектов РФ в текущей ситуации станут неплохим инструментом для удовлетворения потребностей регионов в денежных средствах на покрытие дефицита бюджетов и для рефинансирования долгов, особенно это относится к крупным и средним регионам, обладающим кредитными рейтингами.

Объем размещенных выпусков корпоративных облигаций на внутреннем рынке достигает примерно 1 трлн. руб. и превышает объем выпущенных еврооблигаций. При этом усиливается влияние государственных и около государственных банков на этом рынке, на долю которых приходится до 67%. Что касается инвесторов, то их привлекают бумаги со сроком обращения от года до трех лет. Сами эмитенты подстраиваются под спрос инвесторов и пока не могут выставить высокие ставки по более длинным бумагам. Средний объем эмиссии составляет около 5 млрд рублей. Российский рынок по-прежнему отличает высокая концентрация крупных и надежных эмитентов, а основными инвесторами остаются российские банки, которые кредитуют заемщиков через покупку облигаций. Этот способ кредитования для банков удобнее, чем выдача реальных кредитов, т.к. покупая облигации, можно не только дать кредит, но и получить рефинансирование в Банке России, что помогает поддерживать текущую ликвидность.

По прогнозам экспертов, к 2013 году российский рынок облигаций вырастет на 35%, а общая сумма эмиссии на внутреннем рынке достигнет почти 6 трлн. руб. Для обеспечения этого роста, помимо увеличения объемов эмиссии, правительство в последнее время предприняло шаги по модернизации рынка ОФЗ и облегчило доступ для иностранных инвесторов. Уже сегодня обращение ОФЗ осуществляется по тем же правилам, что и для корпоративных облигаций, включая внебиржевую торговлю. В дальнейшем предполагается, что новый Центральный депозитарий сможет открывать счета для иностранных депозитарных и расчетных учреждений, таких как «Euroclear», тем самым дав возможность любому иностранному инвестору инвестировать в ОФЗ, используя счет «Euroclear».

Конъюнктура рынка облигаций тесно связана с экономическим ростом. Темпы прироста ВВП находятся под влиянием различных, нередко взаимосвязанных, внутренних факторов, важнейшими среди которых являются: уровень инфляции, уровень безработицы, денежно-кредитная, валютная политика Банка России, бюджетно-налоговая политика. В условиях финансовой глобализации и интеграции экономик и рынков разных стран возрастает значение влияния на экономический рост страны внешних факторов. При этом финансовая глобализация способствует не только ускорению экономического развития, но и увеличивает риски международных финансовых операций, расширяет сферу влияния локальных финансовых кризисов. Как показывает практика, биржевые крахи, кризисы государственных финансов,

ранее замыкавшиеся в пределах одной страны, в новых условиях распространяются на целые регионы и перерастают в мировые финансовые кризисы.

Банк России при проведении денежно-кредитной и валютной политики использует совокупность рычагов, способных воздействовать на экономический рост: ставка рефинансирования, изменение норм резервирования для банков, операции на открытом рынке, валютные интервенции. Многообразие применяемых на практике процентных ставок указывает на гибкость рынка финансовых инструментов, позволяющую обеспечить высокую степень мобилизации временно свободных финансовых ресурсов и максимально удовлетворить потребность государства и других экономических агентов в инвестиционных ресурсах.

Бюджетно-налоговая политика государства включает совокупность рычагов, способных воздействовать на экономический рост. Принято считать, что бюджетный дефицит в условиях умеренной инфляции (в пределах 6%) не оказывает негативного воздействия на рынок ценных бумаг. Таким образом, у государства появляется возможность не только сохранения, но и некоторого повышения уровня социальных расходов, а также снижения уровня налогообложения.

С другой стороны, высокая инфляция ведет к перераспределению капитала из сферы производства в сферу финансового посредничества.

Рынок облигаций не функционирует в изоляции, он тесно связан с различными внутренними и внешними рынками: товаров (золота, нефти), валют, акций, фьючерсов. При этом следует отметить, что исследование межрыночных связей шло параллельно с расширением индустрии фьючерсов. Доступность ценовых данных на рынках фьючерсов явилась тем катализатором, который усилил интерес к изучению связей между различными финансовыми секторами.

В системе межрыночных связей исследователи выделяют взаимосвязи внутри групп и между группами товарных рынков, зависимость между рынками валюты, товаров, акций и облигаций, а также зависимость между различными фьючерсными рынками и родственными группами облигаций, акций, связь национальных рынков облигаций и акций с соответствующими зарубежными рынками. При этом связь между товарными рынками и рынком государственных ценных бумаг является важнейшей в межрыночных отношениях. Она является связующим звеном между товарными рынками и финансовым сектором экономики.

Торговля облигациями международного характера на фондовых биржах и вне их является важной формой поддержания связей между финансовыми рынками различного национального происхождения. В этих условиях важно обеспечить решение следующих трех проблем, облегчающих процесс торговли: поступление взаимной общей и специальной информации, связанной со сделками по ценным бумагам в каждой стране, на каждом рынке; создание единой формы международных и всех национальных облигаций; обеспечение взаимной информации о системе эмиссий и котировки международных и иностранных ценных бумаг на национальных рынках капиталов.

Уже в 80-х годах появились определенные качественные изменения в функционировании мирового рынка облигаций, отражающие новый этап его развития. Эти изменения связаны со значительным уменьшением различий между национальными и международными рынками, что проявляется в формировании крупнейшего, взаимосвязанного всеми своими составными частями глобального рынка. Национальные рынки постепенно становятся или непосредственно, или



опосредованно своего рода частью более крупного рынка вне страны. Однако этот процесс отчетливее всего проявляется на уровне вторичного рынка, на котором происходит заметное усиление взаимосвязи в торговле ценными бумагами. Такой процесс идет на фоне общей интернационализации рынков ценных бумаг, что обусловлено самим ходом интернационализации производства, ростом взаимных инвестиций между компаниями разных стран, сокращением государственных ограничений в международной торговле ценными бумагами, быстрым развитием современных технических средств торговли ценными бумагами и т.д. Но все же это еще не дает оснований считать, что уже сформировался единый глобальный мировой рынок ценных бумаг, так как еще сохраняются различия между национальными рынками, хотя процесс глобализации идет, безусловно, ускоряющимися темпами.

Проблемам интеграции фондовых рынков в условиях глобализации мировой экономики посвящены многие диссертационные исследования разных уровней (кандидатские и докторские), однако, не все аспекты этих проблем достаточно исследованы и потому ожидают новых исследователей.

С 2002 г. на российском биржевом рынке стали создаваться предпосылки по формированию международного сектора, где могли бы получить обращение облигации российских и иностранных эмитентов с номиналом в иностранной валюте. Интерес российских паевых инвестиционных фондов, пенсионных фондов, страховых компаний и др. к валютным долговым обязательствам проявляется в связи с тем, что эти инструменты позволяют диверсифицировать портфели, получать стабильный доход вне зависимости от инфляции, изменения валютного курса национальной валюты. ММВБ стала первым организатором торговли еврооблигациями РФ с номиналом в \$.

К торговле еврооблигациями РФ были допущены 280 уполномоченных банков (членов биржи), имеющих генеральную или валютную лицензию. Торговля еврооблигациями на бирже осуществлялась на условиях поставка против платежа, при этом основными параметрами торговли выступали небольшие лоты (\$1000), отсрочка исполнения сделки до 30 дней, сделки репо с исполнением второй части сделки до 90 дней, торговля через интернет-шлюзы биржи, комиссия биржи на льготных условиях.

Сегодня на бирже обращаются несколько выпусков еврооблигаций РФ. Несмотря на то, что в 2011 г. по сравнению с предыдущим годом увеличился почти в 4 раза объем торговых сделок с еврооблигациями РФ (со сроками погашения 2028 г. и 2030 г.), в целом объем торговых операций за год остался на невысоком уровне и не превысил 90 млн. руб. Кроме того, остаются на достаточно высоком уровне спреды EMBI+ и EMBI+Russia.

Изменения, производимые в направлении дальнейшей либерализации валютного регулирования, снижения налогового бремени для инвесторов и посредников по аналогии с европейскими рынками, признаны повысить уровень капитализации и ликвидности биржевого сегмента рынка еврооблигаций РФ и субъектов РФ в стране. При этом, важно обеспечить более эффективную деятельность инфраструктуры (бирж, депозитариев, клиринговых центров) российского рынка, услуги которой станут предпочтительными для национальных инвесторов по сравнению с иностранными посредниками.

В свою очередь, экономическая и политическая стабилизация в стране сможет не только привлечь инвестиций в еврооблигации РФ и субъектов РФ, но и стимулировать расширение международного сектора биржевого рынка в РФ за счет

размещения и обращения иностранных облигаций, торгуемых на российских биржах. По оценкам Сергея Синкевича, директора департамента первичного рынка ОАО «ММВБ -РТС» до конца 2012 г. на российский облигационный рынок должны были выйти несколько иностранных эмитентов из стран Балтии и СНГ, как корпоративные, так и суверенные. Однако, этот процесс сдерживает недостаточная емкость и ликвидность российского фондового рынка.

### Список литературы

1. Давиденко Л.П., Еремин Б.А., Никифорова В.Д. Очерки становления фондового рынка в Санкт-Петербурге. - СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2003.
2. Сергеева И.Г. Взаимодействие финансового и реального секторов экономики в посткризисном мире // Экономика и экологический менеджмент. 2012. №1.
3. Семернина Ю.В. Российский биржевой рынок облигаций: место в мировой иерархии // Финансы и кредит. 2012. №5, С. 52-58.

### **The Russian bond market as part of the global bond market**

**Nikiforova V.** ver.niko2011@yandex.ru Saint-Petersburg  
state University of Economics

**Sadigov Elnur Magomed oglu** sesiya@rambler.ru The  
Azerbaijan state economic University

Currently receives additional impetus to the development of the Russian bond market. The article analyses the historical background of the origin of the Russian bond market, its modern structure, integration processes. The authors reveal the institutional changes in the market of Russia, aimed at attracting foreign issuers, investors and intermediaries. Key words: the bond market, the connection between markets, financial intermediaries, institutional changes.