



# РЫНОК ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

## GKO/OFZ Market

Qualitative changes took place on the GKO/OFZ market in February. Both Russian and foreign investors resumed their purchases of government securities. As a result, the average weighted yield on GKO's decreased from 45.6 to 30% per year. The monetary authorities' assurance that stabilization had been achieved was confirmed by measures of the Central Bank, which reduced its refinancing rate twice in February. The trend towards gradual reduction of yields on GKO's is likely to continue in the near future. However, much will depend on yield reduction rates. Fast reduction of yields to a pre-crisis level of 20% is likely to upset the equilibrium on the domestic debt market.

**Оборот, средневзвешенная доходность ГКО и объем денежных средств, зарезервированных участниками рынка, на вторичных торгах в 1998 г.**



## Рынок ГКО/ОФЗ

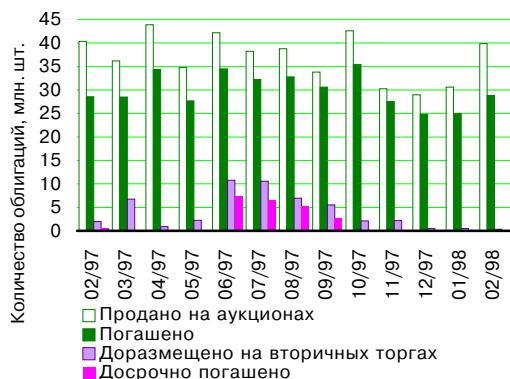
В феврале на рынке ГКО/ОФЗ произошел качественный перелом конъюнктуры: высокий уровень доходности гособлигаций, сформировавшийся на торгах в конце января после увеличения Центробанком ставки рефинансирования, отсутствие негативной информации о российской экономике, а также стабилизация ситуации на мировых фондовых биржах вызвали кардинальные изменения настроений у участников рынка.

Сигналом о смене тенденции стало резкое увеличение объема денежных средств, зарезервированных в торговой системе, в первый четверг месяца — после очередного аукциона. Более 6 млрд. руб., аккумулированных в этот день на счетах дилеров, свидетельствовали о том, что инвесторы не только не вывели с биржи средства, оставшиеся после погашения и первичного размещения, но и перевели новые деньги с целью покупки гособлигаций. В течение недели данный показатель держался выше уровня 4.5 млрд. руб., оказывая определенное психологическое воздействие на участников рынка, а своеобразной кульминацией роста спроса на госбумаги стал второй аукцион февраля. На нем значительный объем денежных средств, сосредоточенных в неконкурентных заявках и с избытком перекрывавший приходившуюся на этот день сумму погашений, позволил Минфину удовлетворить лишь единичные конкурентные заявки с максимальными ценами и осуществить не только рефинансирование предыдущих займов, но и привлечь в бюджет более 1 млрд. руб. — столь результативного аукциона эмитент не проводил с середины 1997 г.

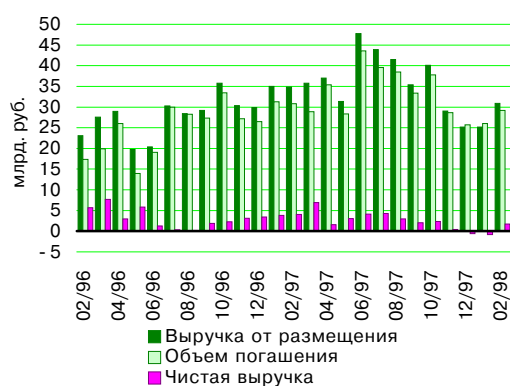
Таким образом, и отечественные и иностранные инвесторы в первой половине февраля возобновили покупку госбумаг; значительный спрос на облигации ускорил темпы роста их цен и в результате за первые две недели истекшего месяца средневзвешенная доходность ГКО снизилась с 45.6 до 33% годовых. Хотя во второй половине февраля падение ставок по ГКО несколько замедлилось, а в отдельные дни котировки госбумаг начинали снижаться, общая тенденция к уменьшению доходности гособлигаций сохранилась. К концу месяца стало очевидно, что январский этап кризиса на рынке внутреннего долга преодолен, и ставки по госбумагам вернулись к уровню начала года — 30% годовых. Уверенность монетарных властей в достигнутой стабилизации подтверждалась действиями Центробанка, который в

# РЫНОК ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

## Показатели эмиссии ГКО/ОФЗ



## Показатели развития рынка ГКО/ОФЗ



феврале дважды объявлял о снижении ставки рефинансирования – вначале с 42 до 39%, а затем до 36% годовых.

Как и год назад, в феврале снижение доходности ГКО было обусловлено притоком средств нерезидентов. За минувший месяц доля госбумаг, вошедших в портфели иностранных инвесторов, по отношению к номинальному объему рынка ГКО/ОФЗ выросла почти на три процентных пункта до величины, зафиксированной в первую неделю октября 1997 г. – еще до начала фондового кризиса в России. Тем не менее к концу февраля ставки по ГКО прошли примерно половину пути снижения к докризисному уровню: как показывает опыт предыдущих лет, уменьшение доходности госбумаг происходит более плавно, чем ее рост.

Возросший в конце зимы спрос на госбумаги вынудил эмитента отступить от заявленной на первый квартал политики простого рефинансирования облигационного долга. Помимо того что желание инвесторов приобрести ГКО резко увеличило ликвидность рассматриваемого рынка, и Минфин без особых опасений смог существенно увеличить эмиссию госбумаг, заметный приток капитала – такой, например, как на втором аукционе февраля, – просто не оставлял эмитенту другого выбора, кроме как привлечь в бюджет дополнительные средства. Можно предположить, что часть этих денег была направлена на формирование специального резерва, которым в случае необходимости Минфин будет пользоваться в дни со значительными по объему погашениями – пополнение этого резерва в феврале оказалось весьма кстати, поскольку в ближайшие месяцы нагрузка на эмитента при проведении выплат по облигационным займам существенно возрастет.

Суммарная февральская эмиссия ГКО и ОФЗ составила 40.2 млн. облигаций, увеличившись почти на 30% по сравнению с январской. При этом доля продаж ОФЗ возросла до 11% (максимального значения последний показатель достигал в июле 1997 г. – 32%). Впервые за последние три месяца чистая выручка от размещения госбумаг, как дисконтных, так и купонных, оказалась положительной – соответственно 0.122 и 1.59 млрд. руб. В конце февраля, под давлением спроса на госбумаги, Минфин возобновил проведение доразмещений. Примечательно, что дополни-

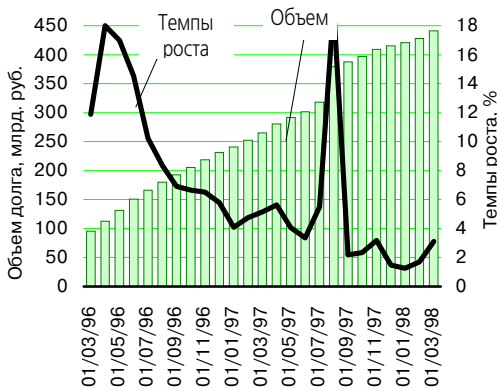
## Структура месячной эмиссии ГКО и ОФЗ (февраль 1998 г.)

	млн. облигаций			трлн. руб.		
	ГКО	ОФЗ	Всего	ГКО	ОФЗ	Всего
Месячная эмиссия — всего	35.788	4.446	40.234	27.898	2.999	30.897
в том числе:						
Первичная	35.451	4.446	39.897	27.630	2.999	30.629
Вторичная (доразмещение)	0.337		0.330	0.268*		0.268
Погашение — всего	27.776	1.091	28.867	27.776	1.409	29.185
в том числе:						
В срок	27.776	1.091	28.867	27.776	1.409**	29.185
Досрочное						
Чистая выручка				0.122	1.590	1.712

\* — Оценка по средневзвешенной цене на день торгов

\*\* — Купонные выплаты по ОФЗ

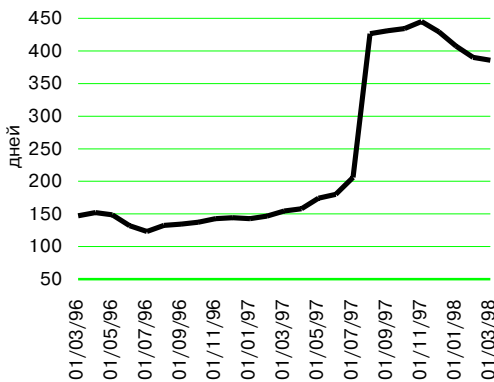
**Объем облигационного долга и месячные темпы его роста**



тельные продажи облигаций не осуществлялись в течение всего периода, пока средние ставки по ГКО держались выше уровня 30% годовых.

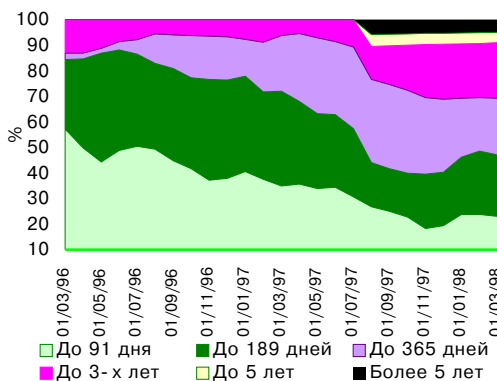
Значительно возросшая в феврале эмиссия госбумаг заметно ускорила темпы роста объема облигационного долга по ГКО/ОФЗ. За истекший месяц сумма обязательств по гособлигациям (включая известные купонные выплаты по ОФЗ) увеличилась на 13.3 млрд. руб., или на 3.1% (в ноябре-январе прирост долга не превышал 1.3–1.7%). По данным на 1 марта объем долга по ГКО/ОФЗ равнялся 441.1 млрд. руб., из которых 285.8 млрд. руб. (65%) приходилось на ГКО, 69.9 млрд. руб. (16%, +1 процентный пункт по сравнению с 1 февраля) – на ОФЗ-ПД, 46.5 млрд. руб. (10%, -1 процентный пункт) – на ОФЗ-ПК и 38.9 млрд. руб. (9%) составляли предстоящие купонные выплаты. Таким образом, месячные изменения в распределении структуры долга по видам облигаций коснулись только купонных бумаг – в феврале прошло погашение одной серии ОФЗ-ПК, и поскольку новых выпусков облигаций с переменным купонным доходом в будущем пока не предвидится, видимо, и в дальнейшем долг по ОФЗ-ПК будет постепенно замещаться ОФЗ-ПД.

**Средний срок облигационного долга**



Позитивные перемены, отмеченные на рынке гособлигаций в минувшем месяце, затронули и некоторые характеристики временной структуры облигационного долга. Несмотря на продолжающееся с ноября 1997 г. снижение показателя среднего срока до погашения ГКО и ОФЗ (в феврале он уменьшился на 4.3 дня – до 385.8 дня), темпы его падения заметно сократились. Кроме того, если в январе средний срок обращения эмитированных облигаций равнялся 260 дням, а минимальный – 133 дням, то в феврале уже минимальный срок составил 264 дня при среднем – в 496 дней. Резкое увеличение выпуска «длинных» госбумаг в прошедшем месяце также вызвало повышение дюрации ГКО со 139 до 143 дней. В структуре погашений доля выплат, которые необходимо произвести в следующие три месяца, несколько уменьшилась, приблизившись к уровню начала осени – 23%. И хотя объем выплат, приходящихся на ближайшее полугодие, снизился до 47% от всех обязательств по госбумагам, эмитенту может понадобиться еще несколько месяцев для того, чтобы вернуть этот показатель к своему докризисному значению – менее 40%. Наиболее заметные изменения, относящиеся к временным параметрам госбумаг, в феврале были зафиксированы в секторе шести-двенадцатимесячных облигаций, доля которых в объеме долга по ГКО/ОФЗ возросла до 22%.

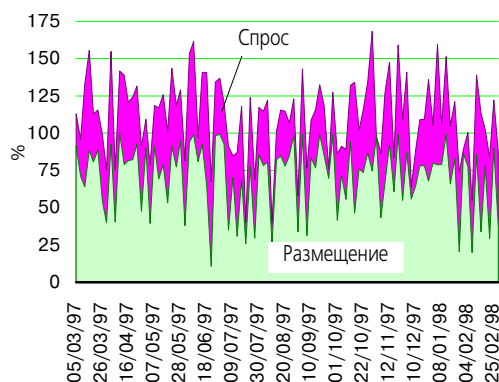
**Структура облигационного долга в зависимости от срока до погашения**



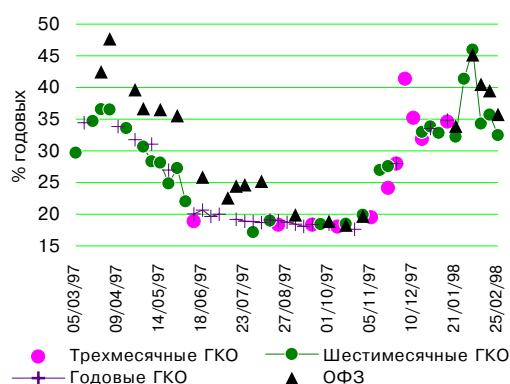
Отличительной особенностью *февральских аукционов* стало возобновление еженедельных продаж купонных облигаций. В течение месяца Минфин последовательно разместил два дополнительных транша 15%-ных бумаг, один транш 14%-ных облигаций и одну новую серию ОФЗ-ПД с 15%-ным купоном. Эмиссия ОФЗ в истекшем месяце по традиции считалась дополнительной по отношению к дисконтным облигациям: объем выпуска купонных бумаг равнялся 3–4 млрд. руб. по номиналу, в то время как основная масса размещений приходилась на ГКО – каждую среду по дисконтным облигациям проводился аукцион на сумму от 10

## РЫНОК ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

### Спрос и размещение ГКО/ОФЗ на аукционах, в % к заявленному объему эмиссии



### Средневзвешенная доходность ГКО и ОФЗ при первичном размещении



до 11.5 млрд. руб. В феврале инвесторам были предложены четыре новых серии ГКО, три из них сроком на девять месяцев и одна — на одиннадцать с половиной.

Предварительный спрос, предъявленный дилерами на аукционах по размещению ГКО, в феврале в среднем на 16% превышал объем выпуска госбумаг. При этом в течение месяца было отмечено чередование предпочтений инвесторов: на первом и третьем аукционах февраля спрос по номиналу практически совпадал с заявленным объемом эмиссии, на втором и четвертом — заметно его превышал. Приток новых средств на рынок внутреннего долга при проведении первичного размещения выразился в увеличении объемов неконкурентных заявок. Если на январских аукционах инвесторы собирались гарантированно купить гособлигации в среднем на 4 млрд. руб. в неделю, то в феврале этот показатель увеличился до 5.5 млрд. руб. Рост объемов денежных средств, аккумулированных в неконкурентных заявках, заметно упростила задачу рефинансирования облигационного долга для эмитента и позволил Минфину более свободно проводить отсечение агрессивных предложений инвесторов с завышенным уровнем доходности по госбумагам — в минувшем месяце доля конкурентных продаж на аукционах сократилась до 28% (с 37% в январе).

Самым сложным для эмитента в феврале оказался первый аукцион, проводившийся после повышения Центробанком ставки рефинансирования до 42% годовых, когда участники рынка еще не были уверены в том, что вскоре наступит перелом в тенденции роста ставок по госбумагам. Кроме того, в этот день состоялось довольно редкое для последнего времени погашение ОФЗ-ПК более чем на 1.4 млрд. руб., и было трудно предсказать заранее, как инвесторы будут использовать средства, выплаченные им по этим облигациям. В результате, так и недобрав выручку, необходимую для осуществления погашений в полном объеме (как и в январе, для этого были задействованы другие источники), Минфин установил доходность размещенных госбумаг на уровне 45–46% годовых (в последний раз ставки по ГКО были столь высокими в ноябре 1996 г.).

Однако к следующему аукциону обстановка на рынке резко изменилась, и эмитент, воспользовавшись сложившейся благоприятной ситуацией для максимально возможного снижения

### Результаты аукционов по ГКО/ОФЗ (февраль 1998 г.)

N выпуска	Дата		Объем выпуска, трлн. руб.	Выручка, трлн. руб.	Цена продаж, % от номинала		Доходность к погашению, % годовых	
	аукциона	погашения			минимальная (цена отсечения)	средневзвешенная	по цене отсечения	по средневзвешенной цене
21111	4/2/98	28/10/1998	11.5	6.722	74.90	75.32	45.98	44.96
25021(2)	4/2/98	17/01/2001	4	0.485	57.66	59.85	45.16	42.86
21112	11/2/98	4/11/1998	10	6.870	80.00	80.00	34.30	34.30
25021(3)	11/2/98	17/01/2001	4	0.859	62.36	62.36	40.50	40.50
21113	18/2/98	20/01/1999	11.5	6.757	75.25	75.53	35.73	35.19
25018(3)	18/2/98	27/09/2000	4	0.822	64.30	64.30	39.50	39.50
21114	25/2/98	18/11/1998	10	7.281	80.85	80.97	32.50	32.25
25022	25/2/98	23/02/2000	3	0.833	75.10	75.35	35.74	35.49

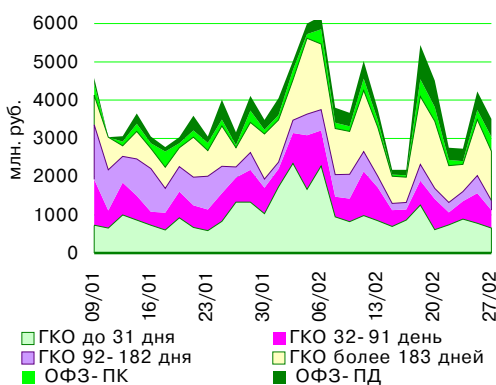
доходности гособлигаций, во вторую неделю февраля разместил ГКО уже под 34% годовых. После некоторого роста доходности госбумаг во второй половине месяца, вызванного колебанием аукционного спроса, завершившее зимний период первичное размещение продемонстрировало дальнейшее снижение ставок по ГКО до 32.5% годовых и до 36% – по ОФЗ.

На *вторичных торгах* по ГКО/ОФЗ в феврале отмечалось повышение активности участников рынка. Резкий рост биржевого оборота был зафиксирован в первой половине истекшего месяца – дневной объем сделок в этот период нередко достигал 6 млрд. руб. Характерной особенностью февраля стало продолжительное, державшееся более недели в середине месяца и затем наблюдавшееся еще несколько раз, превышение объема денежных средств, зарезервированных в биржевой системе перед торгами, над итоговым оборотом торгов. Ретроспективный анализ показывает, что подобная ситуация довольно типична в периоды, когда на рынке происходит перелом средне- и долгосрочных тенденций: одни инвесторы при этом выводят средства из гособлигаций, другие, наоборот, приводят новые, а поскольку в это время на торгах царит атмосфера неопределенности, покупка госбумаг может откладываться, предназначенные же для нее деньги – накапливаться в биржевой системе.

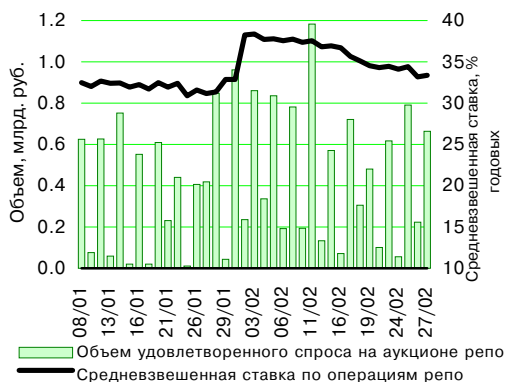
Итоговый оборот вторичных торгов в феврале вырос на 42% – до 65 млрд. руб., при этом среднедневной объем сделок с госбумагами увеличился с 3.3 до 4.1 млрд. руб. По мере стабилизации обстановки на рынке структура торгуемых выпусков госбумаг заметно менялась – сокращалась доля операций с «короткими» облигациями и увеличивалась с «длинными». Так, за февраль объем сделок, приходящихся на ГКО со сроком до погашения менее трех месяцев, уменьшился с 60 до 40% от дневного оборота торгов. В то же время доля ОФЗ (в особенности ОФЗ-ПД) быстро, хотя и неравномерно, росла, и если в первую неделю минувшего месяца она составляла около 10% биржевого оборота, то на последних торгах февраля достигла 25%. Возраставший в конце зимы интерес инвесторов к купонным облигациям объяснялся более быстрым, чем у остальных госбумаг, повышением их цен.

В феврале, как и в январе, Центробанк провел только одно доразмещение гособлигаций по поручению эмитента – оно пришлось на последние торги месяца. 27 февраля было доразмещено 337 тыс. ГКО со сроком до погашения от девяти до одиннадцати месяцев, выручка от их продаж составила 268 млн. руб. Столь долгая (почти два месяца) продолжительность периода, в течение которого Минфин отказывался от проведения доразмещений, очевидно, связана с тем, что стоимость таких дополнительных заимствований была весьма высока и поэтому не устраивала эмитента. К началу весны ситуация изменилась – снижение процентных ставок и появление избыточного спроса на госбумаги создали благоприятные условия для возобновления доразмещений; возможно, дополнительные продажи гособлигаций стали даже необходимыми, поскольку могли притормозить чрезмерно быстрое падение доходности ГКО. Тем не менее в феврале, так же как и в предыдущие три месяца, доразмещения купонных облигаций не проводились.

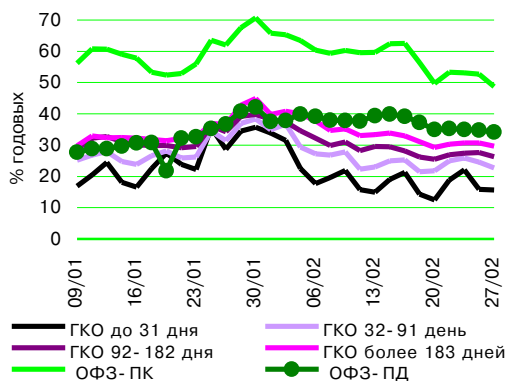
**Объемы торгов по ГКО (в зависимости от срока до погашения) и ОФЗ в 1998 г.**



## Результаты аукционов репо в 1998 г.

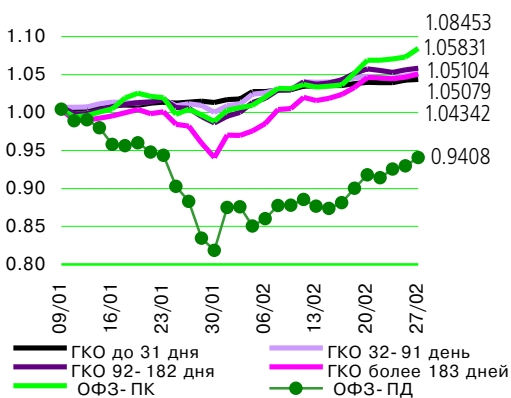


## Доходность к погашению ГКО (в зависимости от срока до погашения) и ОФЗ\* в 1998 г.



\* - По ОФЗ-ПД приведена эффективная доходность к погашению

## Индексы цен ГКО (в зависимости от срока до погашения) и ОФЗ в 1998 г.



На февральских аукционах репо банки-дилеры проявили заметно большую активность: месячный объем заключенных с Центробанком сделок репо вырос на треть — до 9.4 млрд. руб. Процентная ставка по полученным под залог госбумаг кредитам, резко увеличившись в начале месяца до 38% годовых после повышения ставки рефинансирования, вскоре стала снижаться и к концу февраля сократилась до 33%. В течение месяца продолжали наблюдаться циклические колебания объема сделок, заключенных на аукционах репо, — по нечетным дням он находился в интервале 0.6–1.2 млрд. руб., по четным — от 0.06 до 0.34 млрд. руб. Своеобразная инертность аукционов репо проявилась еще и в том, что большую часть февраля ставки по этим операциям оставались выше уровня средневзвешенной доходности ГКО, что объяснялось высокой эффективностью проведения краткосрочных операций с госбумагами.

Динамика процентных ставок по ГКО с различными сроками до погашения, наблюдавшаяся в последние месяцы, вновь подтвердила сложившееся на рынке правило, согласно которому периоду резкого снижения доходности госбумаг непосредственно предшествует выравнивание процентных ставок на рынке — их сближение у «коротких» и «длинных» облигаций. Так, в конце января — начале февраля разрыв в доходностях указанных групп ГКО сократился до 10 процентных пунктов, но уже к середине истекшего месяца он вновь вырос, увеличившись почти вдвое. Одной из причин подобного уменьшения разницы в уровнях процентных ставок у госбумаг с различными сроками до погашения является перегруппировка портфелей, проводимая дилерами в моменты кардинального изменения обстановки на рынке. Столь же традиционная ситуация, когда при переломе тенденции увеличения процентных ставок быстрее других снижается доходность к погашению «коротких» облигаций. Вместе с тем это снижение не означает, что соответствующий рост котировок «коротких» ГКО приносит большую прибыль, — из-за близости даты погашения доходность этих госбумаг очень чувствительна даже к незначительному изменению уровня цен.

К концу февраля индексы цен дисконтных облигаций из всех рассматриваемых групп выросли в среднем до уровня 1.05, т.е. за период с начала года подъем котировок ГКО составил около 5%. Однако в продолжение месяца прирост цен госбумаг был значительно большим, составляя примерно 8%; помимо собственно ускоренного роста котировок ГКО в истекшем месяце, высокое значение этого показателя объясняется тем, что он рассчитывается исходя из соотношения уровней цен, сложившихся на последних февральских и январских торгах, причем именно 30 января было достигнуто ценовое «дно», т.е. зафиксировано наибольшее падение котировок ГКО в текущем году. По указанной причине прибыльность вложений в гособлигации в феврале оказалась рекордно высокой, и максимальный доход, который инвесторы реально могли получить, покупая ГКО на месяц, составил почти 13% (его обеспечили вложения в 108-ю серию госбумаг). Более 12% прибыли своим владельцам принесли облигации 92-го и 105-го выпусков ГКО. Все приобретения гособлигаций на фев-

ральских аукционах стали очень удачными, при этом цены размещавшейся самой первой 111-й серии ГКО к концу месяца выросли более чем на 10%.

Успешная игра на недельных вложениях в ГКО (с пятницы по пятницу) в феврале могла обеспечить идеальному инвестору, последовательно покупавшему облигации, демонстрировавшие наибольший прирост котировок – №21083, 21108, 21094 и 21113, прибыль в размере 15.3%. Однако даже самые эффективные операции с ГКО в феврале были несопоставимы с прибыльностью сделок с ОФЗ: при среднем приросте котировок в 12% скачок цен одной из самых «длинных» серий купонных бумаг, №26002, в прошедшем месяце составил 26.8%, а удачная игра на бирже в секторе ОФЗ могла увеличить вложенный капитал более чем в полтора раза.

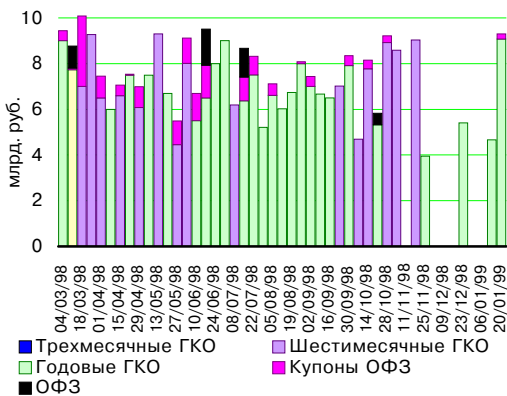
**Прогноз**

Сложившийся к 1 марта график погашений предполагает довольно интенсивное проведение выплат в начале весны. В ближайшие четыре недели Минфину предстоит погашать ГКО и ОФЗ на суммы от 8.8 до 10.1 млрд. руб. В последнюю из них включены около 3 млрд. руб. купонных выплат по «длинным» ОФЗ-ПД, которые должны состояться 15 марта (это будет уже третья в истории рынка ОФЗ-ПД, и самая значительная, выплата процентного дохода по облигациям). Всего в марте Минфину необходимо осуществить погашения на 37.6 млрд. руб., в апреле – на 35 млрд. руб., в мае – на 29 млрд. руб. Минимальный срок, на который эмитент может разместить значительный по объему (более 7 млрд. руб.) выпуск ГКО, в начале весны равнялся восьми с половиной месяцам. Однако при сформировавшейся благоприятной конъюнктуре Минфин вряд ли в ближайшее время выставит на аукционы облигации, погашаемые в текущем году. При наличии высокого спроса на госбумаги со стороны нерезидентов эмитенту выгоднее выпускать среднесрочные ГКО на период до года и новые серии ОФЗ-ПД, причем сегодня уже вполне уместно возобновить приостановленную на период фондового кризиса практику замещения части дисконтных облигаций купонными.

Сохранение достаточно высокого интереса как отечественных, так и иностранных участников рынка к покупке гособлигаций в весенние месяцы, по-видимому, предопределяет устойчивость тенденции плавного снижения ставок по ГКО. Однако многое будет зависеть от темпов падения доходности гособлигаций: слишком быстрое ее приближение к докризисному уровню в 20% годовых может привести к тому, что равновесие, достигнутое на рынке внутреннего долга в конце зимы, вновь нарушится. Резкое падение ставок по госбумагам способно вызвать у части инвесторов желание зафиксировать полученную прибыль или даже вывести средства из гособлигаций, которые стали столь низкодоходными. Возобновление продаж госбумаг дилерами может привести к очередному витку нестабильности на рынке, и тогда доходность ГКО вновь быстро вернется к уровню конца февраля.

В сложившейся ситуации многое будет зависеть от политики монетарных властей, которым, вероятно, придется прибегнуть к

**График предстоящих погашений (по неделям)**



определенным мерам для того, чтобы замедлить снижение ставок по ГКО. Они могут включать в себя как проведение Минфином прямых доразмещений ГКО и ОФЗ для удовлетворения завышенного спроса на госбумаги, а также для привлечения дополнительных средств в бюджет, так и продажу на вторичном рынке части госбумаг из практически не изменившегося в размере с декабря 1997 г. портфеля Центробанка. По-видимому, наиболее оптимальным в весенние месяцы будет сохранение ставок по ГКО в интервале 25–30% годовых с последующим снижением к середине лета до 20–23%.

Соответственно, можно предположить, что следующий поворотный момент в настроениях инвесторов на рынке ГКО/ОФЗ наступит в мае или в июне, когда, по аналогии с прошлым годом, ставки по ГКО стабилизируются на новой отметке, участники рынка подведут итоги роста цен госбумаг и станут разрабатывать стратегии проведения операций с гособлигациями во втором полугодии 1998 г.

Перспективы же развития рынка внутреннего долга до конца текущего года во многом зависят от характера иностранного капитала, направляемого сегодня на покупку гособлигаций. Если окажется, что в конце зимы нерезиденты приобретали ГКО на относительно короткий, до девяти месяцев, срок лишь для того, чтобы, воспользовавшись последствиями фондового кризиса — высокими ставками по госбумагам, получить спекулятивную прибыль, то в ноябре-декабре рынок госзаимствований может вновь столкнуться с определенными трудностями, вызванными оттоком зарубежного капитала. При этом, в отличие от прошлого года, условия для продаж госбумаг нерезидентами могут сложиться и раньше, поскольку с 1998 г. отменены все ограничения по выводу из страны средств иностранных инвесторов. Поэтому для сохранения у нерезидентов интереса к вложениям в отечественные госбумаги и в будущем, в текущем году России необходимо продемонстрировать реальные успехи на пути экономических реформ.