Александр Ермак,
заместитель начальника аналитического управления, БК «РЕГИОН»

От ЗАКАТА до...

ЗА ПРОШЕДШИЙ ГОД ВЕКСЕЛЬНЫЙ РЫНОК ПОНЕС СЕРЬЕЗНЫЕ ПОТЕРИ: СЕКТОР ПЕРВИЧНЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ ПОЧТИ НЕ ФУНКЦИОНИРОВАЛ, АКТИВНОСТЬ НА ВТОРИЧНОМ РЫНКЕ СУЩЕСТВЕННО СНИЗИЛАСЬ, СПРОС СО СТОРОНЫ ИНВЕСТОРОВ СУЗИЛСЯ ДО ЦЕННЫХ БУМАГ 5–10 КРУПНЕЙШИХ БАНКОВ СО СРОКОМ ОБРАЩЕНИЯ НЕ БОЛЕЕ 3–6 МЕСЯЦЕВ. ОДНАКО ВО ВТОРОМ КВАРТАЛЕ НА ФОНЕ УЛУЧШЕНИЯ СИТУАЦИИ НА ВАЛЮТНОМ, ДЕНЕЖНОМ И ФОНДОВОМ РЫНКАХ НАЧАЛОСЬ ОЖИВЛЕНИЕ И В СЕГМЕНТЕ ВЕКСЕЛЕЙ. ЗАМЕДЛЕНИЕ ТЕМПОВ ЭКОНОМИЧЕСКОГО СПАДА, СТАБИЛИЗАЦИЯ СИТУАЦИИ В БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЕ, А ТАКЖЕ РОСТ ИНТЕРЕСА ИНВЕСТОРОВ К ВЕКСЕЛЯМ ДАЮТ ОПРЕДЕЛЕННЫЕ НАДЕЖДЫ УЧАСТНИКАМ ЭТОГО РЫНКА.

ОБЪЕМ И СТРУКТУРА ВЕКСЕЛЬНОГО РЫНКА В ОБРАЩЕНИИ

В первой половине 2009 года на публичном вексельном рынке сохранялась прошлогодняя тенденция к сокращению объема векселей в обращении. Так, по итогам 2008 года объем векселей в обращении снизился, по нашим оценкам, в целом на 12%, а с середины 2008 года, когда был зафиксирован исторический максимум, снижение составило 20–25%. По итогам первой половины текущего года мы оцениваем снижение на уровне 20% до 400–420 млрд руб.

Сокращение объема вексельного рынка происходило на фоне роста объемов муниципальных и корпоративных облигаций (24% и 12% соответственно) и относительной стабильности в сегменте госбумаг (-1%), что и определило существенное сокращение доли векселей на рублевом долговом рынке в целом — до 11% против порядка 20% за последние 2–3 года.

В конце 2008 — начале 2009 года произошло и изменение в структуре самого вексельного рынка. В первую очередь можно отметить рост доли векселей некредитных организаций. Согласно данным Банка России, объем учтенных банками векселей некредитных организаций к 1 июня 2009 года увеличился до 107 млрд руб. против 60–70 млрд руб. на середину 2008 года. Однако говорить о «рыночном» характере большей части корпоративных векселей не приходится. Очевидно, что одной из причин увеличения объема корпоративных векселей стало их использование предприятиями в качестве расчетного инструмента с поставщиками и подрядчиками, после чего они появлялись на рынке с существенным дисконтом. К таким векселедателям можно отнести, в первую очередь, «АВТОВАЗ», который при расчете с контрагентами до 70% оплачивал векселями; «Иркутскэнерго», «Уралвагонзавод» и другие. Что касается публичных вексельных программ в первой половине 2009 года, то информации по ним крайне мало.

Объем рублевого долгового рынка (на конец периода, млрд руб.)

Сектор долгового рынка	2007	2007/2006, %	2008	2008/2007, %	6 мес. 2009	6 мес. 2009/2008, %
Федеральные облигации	1 047	20%	1 144	9%	1 133	-1%
Муниципальные облигации	220	16%	277	26%	344	24%
Корпоративные облигации	1 258	39%	1 671	33%	1 870	12%
Векселя	580	16%	510	-12%	410	-20%
Всего	2 975	21%	3 602	21%	3 757	4%

Источник: Банк России, ФБ ММВБ, оценка БК «РЕГИОН»

Структура рублевого долгового рынка

Источник: оценка БК «РЕГИОН»

График 1. Объем учтенных банками векселей кредитных и некредитных организаций, млрд руб.

Источник: Банк России

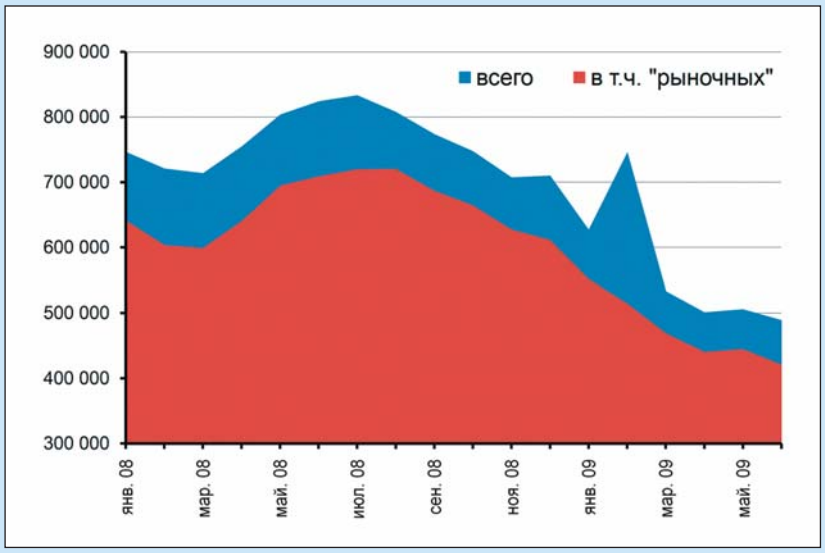
Существенный рост объемов учтенных банками векселей некредитных организаций был отмечен на начало декабря 2008 года (см. График 1). В первое время мы связывали это с принятием Банком России новой редакции Положения от 12 ноября 2007 г. № 312-П «О порядке предоставления Банком России кредитным организациям кредитов, обеспеченных активами», согласно которой изменился принцип предоставления ломбардных кредитов под залог векселей различных предприятий, удовлетворяющих установленным ЦБ РФ критериям. Кроме того, в СМИ прошла информация о получении в середине декабря прошлого года ВТБ кредита в Банке России на сумму 30 млрд руб. под залог векселей «Роснефти». Однако, как видно из графика, в течение первых месяцев текущего года дальнейшего роста учтенных векселей не произошло, что, возможно, было обусловлено тем, что получить кредит под залог векселей у Банка России, по словам участников рынка, практически невозможно.

Вместе с тем, динамику вексельного рынка в целом по-прежнему определяют банковские векселя, которые занимают, по нашим оценкам, не менее 80–85% от общего объема векселей в обращении.

По данным Банка России, на 1 июня 2009 года общий объем выпущенных векселей коммерческими банками составлял 489.47 млрд руб. против 627.29 млрд и 833.53 млрд руб. на конец и середину 2008 года соответственно. Таким образом, сокращение количества банковских векселей в обращении составило 22% к концу и 41% к середине прошлого года (когда, кстати, был зафиксирован исторический максимум). При этом доля «рыночных» векселей, к которым мы не относим векселя «до востребования» и на срок свыше трех лет, остается относительно стабильной, в пределах 86–88% от общего объема выпущенных банковских векселей.

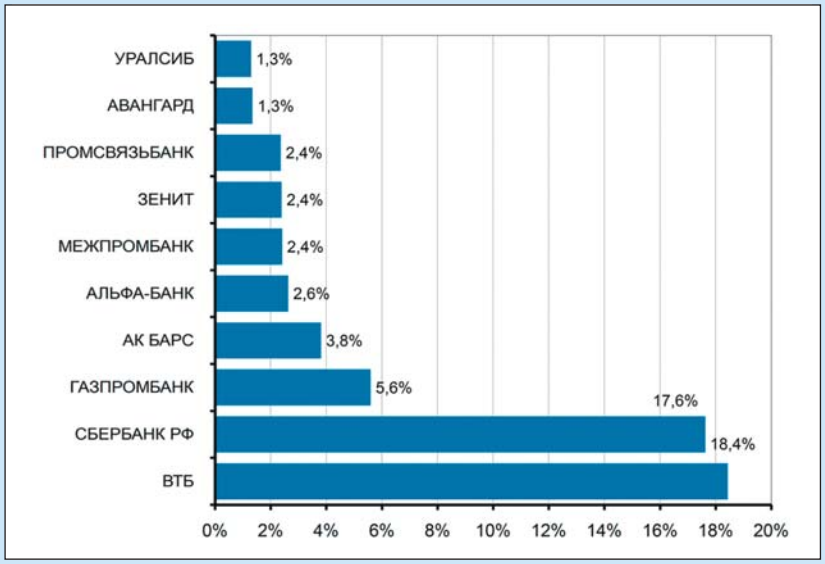
Согласно отчетности банков по РСБУ на 1 июля 2009 года, крупнейшими векселедателями являются ВТБ (объем

График 2. Объем выпущенных банковских векселей, млрд руб.



Источник: Банк России

График 3. Доля крупнейших банков – векселедателей в объеме выпущенных банковских векселей



Источник: отчетность банков на 01.07.2009, расчеты БК «РЕГИОН»

Средние дневные вторичные обороты на рублевом долговом рынке

Период	Федеральные	Муниципальные	Корпоративные	Векселя
2007	1 895	2 759	15 099	15500
изм. к пред., %	39%	0%	51%	29%
доля на рынке, %	5%	8%	43%	44%
2008	1 258	1 870	17 262	11000
изм. к пред., %	-34%	-32%	14%	-29%
доля на рынке, %	4%	6%	55%	35%
7мес. 2009	461	1 863	7 851	3250
изм. к пред., %	-63%	-0,4%	-55%	-70%
доля на рынке, %	3%	14%	58%	24%

Источник: Банк РФ, ФБ ММВБ, БК «РЕГИОН»

выпущенных векселей — более 107.8 млрд руб.), Сбербанк РФ (более 103.1 млрд руб.) и Газпромбанк (более 32.1 млрд руб.). На долю этих трех госбанков приходится 41.7% от всего объема банковских векселей в обращении. Годом ранее на их долю приходилось порядка 36.1% всего рынка. При этом в абсолютном выражении объем векселей трех госбанков снизился за год на 24% против 40% по всем банкам.

Для сравнения, на долю трех крупнейших частных банков приходится 8.8% от общего объема векселей. А на долю 20 крупнейших российских банков – векселедателей приходится порядка 70% от общего объема выпущенных векселей кредитными организациями.

ОБОРОТЫ НА ВТОРИЧНОМ РЫНКЕ

Сокращение объема векселей в обращении не могло не сказаться на активности вторичного рынка. Резкое снижение оборотов произошло в последнем квартале 2008 года, когда спрос со стороны инвесторов был минимальным (впрочем, как и на все рублевые долговые инструменты), а рыночные сделки РЕПО практически не проводились. Кроме того, нельзя не отметить, что банковские векселя не принимаются (в отличие от облигаций) Банком России в обеспечение по кредитам. Выписка новых векселей не осуществлялась, и на рынке проходили единичные сделки по продаже векселей со стороны ряда крупных инвесторов, в том числе нерезидентов, с существенным дисконтом к докризисным ценам. По нашим оценкам, обороты на вторичном рынке в конце второй половине 2008 года снизились в 5–7 раз по сравнению с уровнем 2007 года — первой половины 2008 года, которые оценивались нами в объеме 15–20 млрд руб. в день.

Активность на вторичном рынке в первые семь месяцев 2009 года выросла относительно конца прошлого года, но, по нашим оценкам, она в 3–4 раза ниже, чем «докризисные уровни». При этом вексельный рынок стал лидером по снижению среди остальных сегментов долгового рынка (см. таблицу), а его доля в общем среднедневном обороте снизилась по нашим оценкам до 24% против 35% в 2008 году и 44% в 2007 году.

Нельзя не отметить, что существенный рост (в 2.5–3.5 раза) активности на вторичном рынке произошел лишь во втором квартале текущего года на фоне глобального улучшения конъюнктуры на рублевом долговом рынке в целом и на вексельном рынке в частности (см. ниже). Кроме того, после снижения ставок на вторичном рынке стало возможным возобновление выписки векселей, что также способствовало росту активности игроков.

КОНЪЮНКТУРА ВТОРИЧНОГО РЫНКА

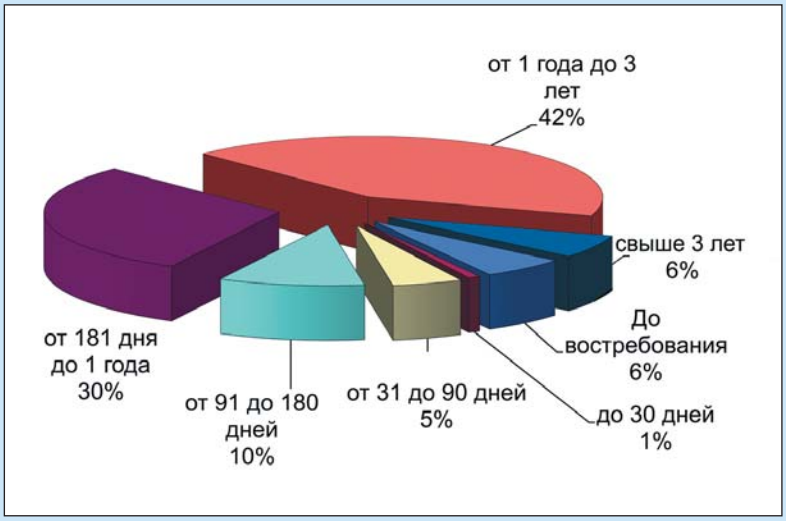
В начале 2009 года относительно устойчивый спрос инвесторов на вексельном рынке был сосредоточен в краткосрочных (до 3–6 месяцев) ценных бумагах ограниченного круга векселедателей, к которым можно было отнести государственные банки и несколько крупнейших частных банков. На основе их котировок мы возобновили в конце января расчет вексельных индексов (см. график).

Существенному улучшению конъюнктуры вторичного рынка, которое сопровождалось ростом спроса на векселя, увеличением горизонтов инвестирования и снижением доходности, способствовали: окончание в начале февраля девальвации рубля и его дальнейшее укрепление; снижение Банком России ставки рефинансирования и остальных ставок кредитования банковской системы (которое с конца апреля до начала августа составило 2.5 п.п.). С начала года снижение средних ставок (индексов) на вексельном рынке составило примерно 5–7 п.п. В результате в конце августа доходность годовых векселей государственных банков составляла порядка 12.5–13.0% годовых и 14.5–15.5% годовых — по крупнейшим частным банкам. При этом по краткосрочным (одномесячным) векселям спреды не превышали 1 п.п., а доходность находилась преимущественно в пределах 9.5–10.5% годовых.

ПЕРСПЕКТИВЫ ВЕКСЕЛЬНОГО РЫНКА

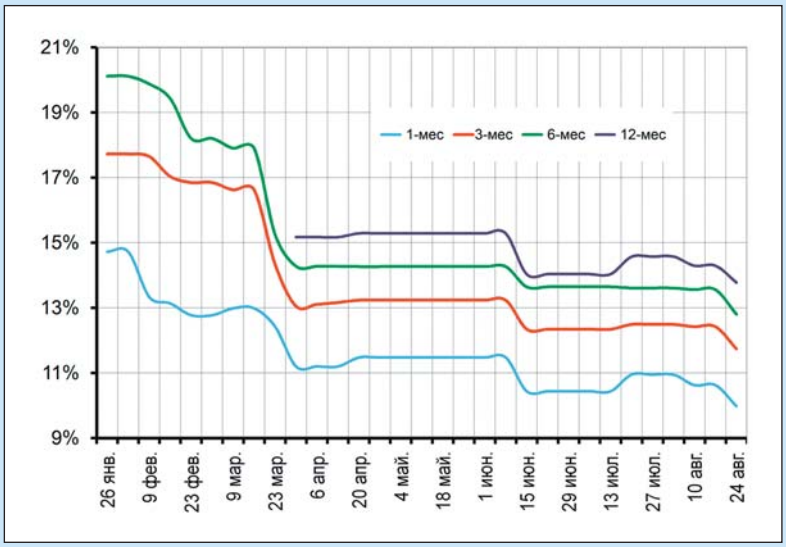
Перспективы дальнейшего снижения ставки рефинансирования и, соответственно, остальных ставок кредитования Банком России могут позитивно сказаться на доходности векселей в первую очередь первого эшелона, а в дальнейшем и второго. Снижение ставок по банковским векселям первого-второго эшелонов может привлечь внимание инвесторов к более доходным бумагам «надежных» банков третьего эшелона. Интерес к заимствованиям на вексельном рынке также увеличится на фоне снижения его стоимости.

Временная структура банковских векселей



Источник: ЦБ РФ, расчеты БК «РЕГИОН»

График 4. Вексельные индексы «RUX-РЕГИОН»



Источник: БК «РЕГИОН»

Средняя доходность наиболее ликвидных векселей (по состоянию на 28 августа 2009 г.)

Векселедатель	Срок обращения			
	1 месяц	3 месяца	6 месяцев	12 месяцев
Альфа-Банк	9.75	12.05	13.50	14.50
ВТБ	10.25	12.15	12.50	13.00
Газпромбанк	9.50	11.45	11.75	13.13
Петрокоммерц	10.00	12.75	13.65	15.25
Промсвязьбанк	10.50	12.10	15.00	15.50
РОСБАНК	10.00	11.25	–	–
Россельхозбанк	–	–	14.10	14.50
Сбербанк РФ	9.50	10.50	11.75	12.38
УралСиб	11.60	13.35	15.10	–

Источник: БК «РЕГИОН»

Наряду с банковским сектором расширение интереса инвесторов может коснуться и корпоративных заемщиков из крепкого второго эшелона. К ним прежде всего следует отнести компании связи, энергетики и ряда других отраслей, потребность которых в привлечении «коротких» денег по-прежнему высока. А вексель остается одним из наиболее удобных и быстрых инструментов краткосрочного заимствования в крупных объемах. Определенные надежды мы сохраняем относительно совершенствования системы ломбардного кредитования под залог векселей Банком России в соответствии с его Положением от 12 ноября 2007 г. № 312-П «О порядке предоставления Банком России кредитным организациям кредитов, обеспеченных активами», что также может положительно повлиять на перспективы развития вексельного рынка.