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

Августовский дефолт 1998 года и последовавшая за ним длительная «заморозка» рынка государственных и большей части рынка региональных облигаций обусловили активный поиск инвесторами новых инструментов с фиксированной доходностью. В отсутствие сегмента корпоративных облигаций повышенный интерес был проявлен к векселям. В середине 1999 года инвестиционная компания «РЕГИОН» приняла решение о расчете и публикации индексов вексельного рынка, которые должны были сделать операции на нем более прозрачными.

Средневзвешенный ВЕКСЕЛЬ

Рост интереса к векселям можно было объяснить и составом векселедателей, чьи ценные бумаги обращались на рынке. «Львиную» долю (которая, по оценкам экспертов, доходила до 50%) занимали векселя «Газпрома». Кроме того, активно торговались на рынке векселя нефтяных компаний ТНК, «ЛУКОЙЛ», Сбербанка РФ, Газпромбанка, Собинбанка, ГУТА-Банка, Альфа-Банка, Башкредитбанка, МДМ-Банка и других.

Однако, несмотря на рост интереса к данным ценным бумагам, до середины 1999 года в сегменте вексельных операций не существовало каких-либо обобщающих характеристик, описывающих совокупность обращающихся на рынке бумаг и их доходности. Отсутствовали индикаторы, позволяющие грамотно сформировать вексельный инвестиционный портфель. Это было связано с целым рядом причин.

В качестве основных можно выделить следующие:

— фактически «рынка» как единого целого не существовало — обращающиеся отдельные группы векселей (так называемее расчетные, инвестиционные и товарные) между собой не пересекались и не коррелировали, а причины изменения их цен зачастую были диаметрально противоположны;

— предложение векселей (как и спрос на них) конкретного эмитента на рынке не было связано с объемами реальных сделок с ними, поэтому оценить «ликвидность» векселей было крайне сложно;

— большие спреды между котировками на покупку и продажу, отсутствие единой торговой системы и достоверной информации по реально заключенным сделкам делали затруднительной оценку изменения цен векселей, особенно за короткий период.

Эти особенности приводили к невозможности интегрально оценить структуру и доходность век-

Таблица 1
Состав и структура вексельных индексов при начале их расчета в 1999 г.

Дата формирования	1-месячный индекс						3-месячный индекс			6-месячный индекс		12-месячный индекс
	Газпром; Газпромбанк	Сбербанк РФ	Собинбанк	МДМ-Банк	ГУТА-банк	Альфа-Банк	Газпром; Газпромбанк	Сбербанк РФ	Собинбанк	Газпром; Газпромбанк	Сбербанк РФ	Газпром; Газпромбанк
20.07.99	55%	10%	35%	-	-	-	60%	10%	30%	80%	20%	100%
09.12.99	60%	10%	5%	5%	5%	15%	90%	5%	5%	100%	-	100%

сельного рынка, сравнить ее с доходностью в других сегментах и принять обоснованные инвестиционные решения. Однако необходимость обобщающих характеристик рынка, ориентиров для пришедших на рынок непрофессиожнальных участников была очевидна.

В середине 1999 года инвестиционная компания «РЕГИОН» приняла решение о расчете и публикации индексов вексельного рынка, которые, на взгляд экспертов компании, позволили бы сделать более прозрачными операции в этом секторе, объективнее описывать его состояние и принимать наиболее обоснованные инвестиционные решения.

Под индексами вексельного рынка подразумевается средневзвешенная доходность к погашению совокупности векселей, обращающихся на рынке. Основные принципы, на которые опирались специалисты компании «РЕГИОН» при создании индексов, были следующими:

— Так как доходности вексельного рынка сильно зависят от срока до погашения, то таких индексов должно быть несколько (1, 3, 6 и 12 месяцев). Они будут описывать различные сроки инвестирования.

— При формировании вексельных портфелей, на основе которых рассчитываются индексы, берутся только те векселя, погашение которых своевременно осуществляется реальными денежными средствами.

— В состав портфелей, на основании которых вычисляются индексы, включаются только высоколиквидные векселя, то есть те, которые может купить на открытом рынке любой без исключения оператор в достаточном объеме по рыночным ценам. Как правило, объем эмиссии таких векселей должен составлять не меньше нескольких сот миллионов рублей по номиналу.

— Доля векселей конкретного эмитента в составе портфеля при расчете индекса на тот или иной срок принимается равной доле векселей в целом по рынку на этот же срок. Эти доли, в силу отсутствия общедоступных данных об объемах эмиссии и единой торговой системы, в которой заключалось бы большинство сделок, принимаются на основе экспертных оценок специалистов ГК «РЕГИОН».

— Пересмотр портфеля осуществляется не чаще одного раза в месяц. Включению в портфель подлежат векселя, по которым на рынке выставляются двусторонние котировки (на покупку и продажу).

— Доходности векселей, включенных в расчет индекса, принимаются

«ПРИ ФОРМИРОВАНИИ ВЕКСЕЛЬНЫХ ПОРТФЕЛЕЙ, НА ОСНОВЕ КОТОРЫХ РАССЧИТЫВАЮТСЯ ИНДЕКСЫ, БЕРУТСЯ ТОЛЬКО ТЕ ВЕКСЕЛЯ, ПОГАШЕНИЕ КОТОРЫХ СВОЕВРЕМЕННО ОСУЩЕСТВЛЯЕТСЯ РЕАЛЬНЫМИ ДЕНЕЖНЫМИ СРЕДСТВАМИ»

«ДО СЕРЕДИНЫ 1999 ГОДА ОТСУТСТВОВАЛИ ИНДИКАТОРЫ, ПОЗВОЛЯЮЩИЕ ГРАМОТНО СФОРМИРОВАТЬ ВЕКСЕЛЬНЫЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПОРТФЕЛЬ»

Таблица 2
Текущий состав и структура вексельных индексов

Векселедатель	Векселя с погашением через:							
	1 месяц		3 месяца		6 месяцев		12 месяцев	
	*	**	*	**	*	**	*	**
Альфа-Банк	-	-	15	6.55	10	7.50	10	9
БИНБАНК	-	-	-	-	-	-	-	-
Банк ГЛОБЭКС	-	-	-	-	-	-	-	-
ВТБ	30	6.15	15	6.55	10	7.20	10	8.05
Газпромбанк	30	5.95	-	-	10	7.15	10	7.75
МДМ-Банк	-	-	15	6.45	10	7.45	10	8.15
Петрокоммерц	-	-	-	-	10	7.15	10	7.45
Промсвязьбанк	-	-	10	7.25	10	7.95	10	10.15
РОСБАНК	-	-	15	6.45	10	6.75	10	8.13
Россельхозбанк	-	-	-	-	10	7.05	10	7.75
Сбербанк РФ	40	5.95	15	6.25	10	6.90	10	7.45
Уралсиб	-	-	15	6.95	10	7.30	10	8.45
ИНДЕКС:	100.0	6.01%	100.0	6.61%	100.0	7.24%	100.0	8.20%

***Доля в индексе, %**

****Доходность к погашению, % годовых**

равными средней доходности (полусумме доходностей покупки и продажи) векселей конкретного эмитента на конкретный срок.

Исходя из этих принципов было сформировано четыре гипотетических вексельных портфеля с разными сроками до погашения (1, 3, 6 и 12 месяцев), по которым рассчитываются средневзвешенные по объему в обращении доходности к погашению. Они и считаются индексами вексельного рынка (вексельными индексами) на тот или иной срок.

Таким образом, вексельным индексом является доходность к погашению совокупности векселей на конкретный срок, обращающихся на рынке, взвешенная по объему векселей того или иного эмитента в портфеле:

$$\check{D}=\Sigma d'*v/\Sigma v,$$

где d — доходность к погашению векселей определенной срочности конкретного эмитента;

v — объем таких векселей в портфеле.

Как отмечалось выше, индексы рассчитываются на срок 1, 3, 6 и 12 месяцев. Соответственно, сформировано четыре вексельных портфеля, состав которых будет пересматриваться согласно изменениям в составе векселедателей на рынке и их рыночных долей. На 20 июля 1999 года, когда впервые формировались составы портфелей, по которым рассчитываются индексы, они состояли из векселей «Газпрома», Сбербанка РФ и Собинбанка. В течение второй половины 1999 года в состав гипотетических портфелей (индексов) были включены векселя МДМ-Банка, Альфа-Банка и ГУТА-Банка.

Как видно из Таблицы 1, наибольшую долю в индексах занимал «Газпром», что отражало объективную ситуацию на вексельном рынке в тот момент. Кроме того, в дальнейшем в состав индексов включались векселя таких компаний, как «АвтоВАЗ», «Альфа-Эко-М», ИАПО (корпорация «Иркут») и другие. Тем не менее, корпоративные векселя не стали массовым явлением, фактически к началу 2005 года на рынке стали доминировать (порядка 80%) банковские векселя, что также отразилось и на составе вексельных индексов.

К середине 2008 года, когда рынок векселей достиг своих максимальных значений как по объему в обращении (который мы оцениваем на уровне порядка 650–700 млрд руб.), так и по оборотам (наша оценка — порядка 15–20 млрд руб. в день), на рынке обращались ценные бумаги порядка 50–70 банков-векселедателей, из которых более половины включались в состав вексельных индексов.

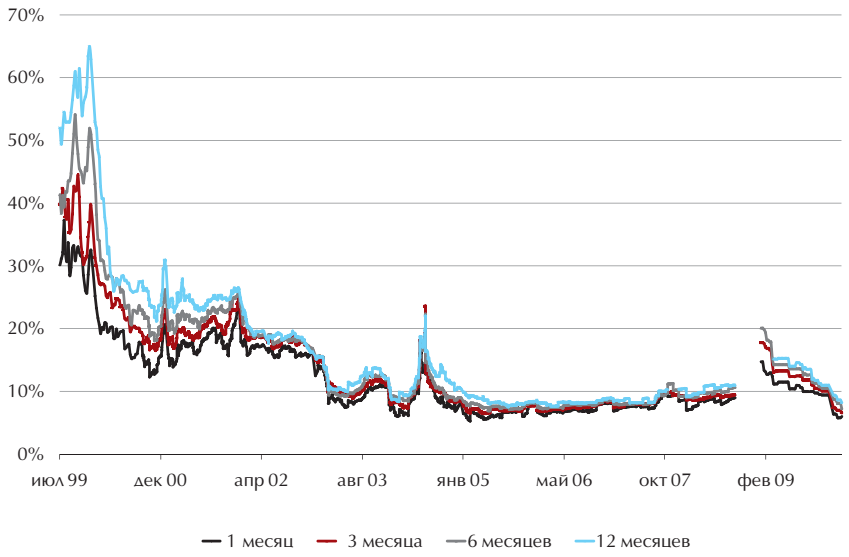

Рисунок 1
Вексельные индексы в 1999–2010 гг.

С июля 1999 года по сентябрь 2000 года вексельные индексы рассчитывались еженедельно, с сентября 2000 года по сентябрь 2008 года — на ежедневной основе. В сентябре 2008 года расчет индексов был приостановлен в связи с финансовым кризисом и фактическим отсутствием вторичного рынка векселей. Расчеты индексов возобновились с января 2009 года на еженедельной основе.

Индексы вексельного рынка (вексельные индексы) позволили решить следующие задачи:

— Определение средневзвешенной доходности к погашению вексельного рынка на различные сроки. Это дает возможность определить потенциальный доход, который получит инвестор при вложении в векселя.

— Сравнение средних доходностей вексельного рынка с доходностями в других секторах финансового рынка и определение инвестиционных приоритетов.

— Оценка эффективности управления портфелем финансовых активов и сравнение с доходностями вексельного рынка на аналогичные сроки.

Таким образом, ввод в финансовый оборот индексов вексельного рынка позволил инвесторам иметь его обобщенную характеристику, интегрально отображающую состояние в сегменте векселей, и принимать более взвешенные инвестиционные решения.

«КОРПОРАТИВНЫЕ ВЕКСЕЛЯ НЕ СТАЛИ МАССОВЫМ ЯВЛЕНИЕМ, ФАКТИЧЕСКИ К НАЧАЛУ 2005 ГОДА НА РЫНКЕ СТАЛИ ДОМИНИРОВАТЬ БАНКОВСКИЕ ВЕКСЕЛЯ, ЧТО ТАКЖЕ ОТРАЗИЛОСЬ И НА СОСТАВЕ ВЕКСЕЛЬНЫХ ИНДЕКСОВ»