Александр ЕРМАК,
главный аналитик долговых рынков, замначальника аналитического управления, БК «РЕГИОН»

Поговорить о перспективах вексельного рынка в 2011 году вместо традиционного подведения итогов года минувшего, несмотря на большую сложность первой задачи, представляется весьма интересным. Согласитесь, что это гораздо приятнее, чем отвечать на надоевший за последние несколько лет вопрос: «Вексельный рынок еще жив?» Учитывая результаты прошлого года, можно с уверенностью заявить: «Жил, жив и будет жить».

Жив и будет жить

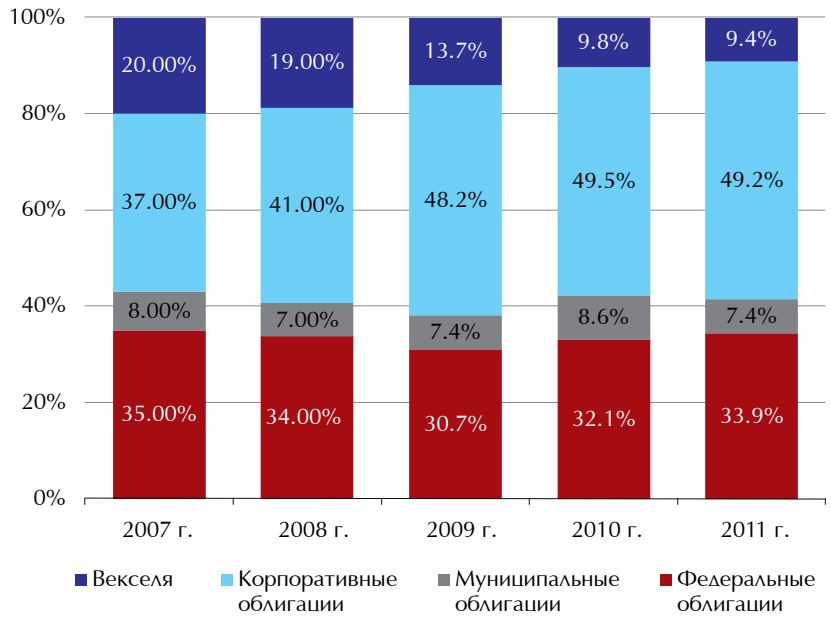
Говоря о перспективах сегмента векселей, нельзя не рассматривать основные характеристики и параметры этого рынка, ключевые результаты его деятельности после кризиса 2008 года и недостатки, выявленные к началу 2011 года.

В соответствии с закрепившейся деловой практикой, на российском рынке наибольшее распространение получили простые дисконтные векселя, номинированные в рублях. После кризиса 2008 года максимальная доля выпущенных банками векселей в иностранной валюте в общем объеме достигала порядка 25–27% (в начале прошлого года). К концу 2010 года доля векселей в иностранной валюте снизилась до 15–17%. О вероятности сохранения данной тенденции и в 2011 году говорит тот факт, что минимальный докризисный уровень в начале 2008 года составлял порядка 7–8%. Кроме того, по крайней мере в первой половине 2011 года мы ожидаем укрепления рубля относительно доллара.

В течение практически всего 2010 года наблюдался достаточно уверенный рост (по нашим оценкам, +27%) вексельного рынка в абсолютных показателях, который начался в середине 2009 года. К началу 2011 года мы оцениваем «рыночный» объем вексельного рынка на уровне порядка 550–570 млрд руб. Вместе с тем, благодаря опережающему росту федеральных и корпоративных облигаций, к началу 2011 года доля «рыночных» векселей в суммарном объеме рублевого долгового рынка снизилась, по нашим оценкам, до 9% против 20% перед кризисом. В 2011 году мы ожидаем продолжения роста вексельного рынка. Согласно нашим ожиданиям, он составит 20–25% за год. В то же время, доля векселей на рублевом долговом рынке может продолжить снижение на фоне амбициозных планов по заимствованию со стороны Минфина РФ (1.7 трлн руб.) и навеса зарегистрированных корпоративных займов (более 2 трлн руб. по номиналу).

В результате кризиса ощутимые потери на вексельном рынке понес сектор небанковских векселей, на долю которого приходится менее 10% всего объема вексельных бумаг. Тем не менее, после годо-

Рисунок 1
Структура рублевого долгового рынка

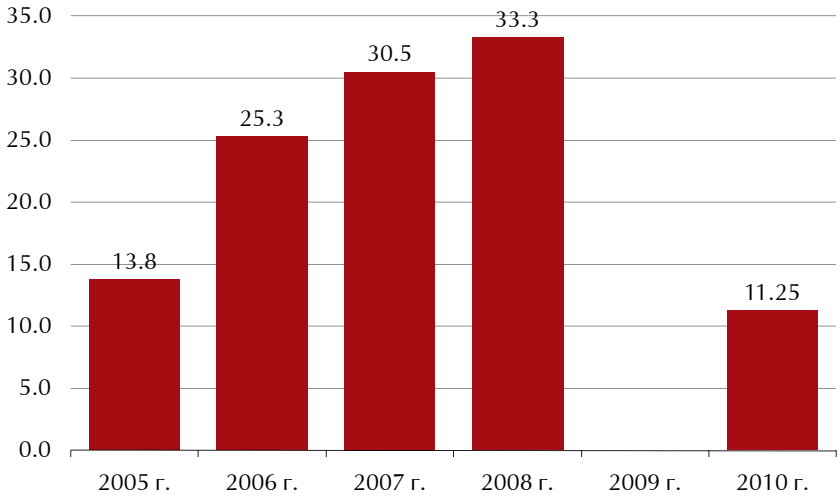


Источники: Банк России, Минфин РФ, ФБ ММВБ. Оценка и расчеты: БК «РЕГИОН»

вого перерыва по итогам 2010 года, по данным агентства Cbonds, объем публичных вексельных программ некредитных организаций составил около 11.65 млрд руб. В рейтинге организаторов представлено всего шесть компаний. Напомним, что перед кризисом, в 2007–2008 годах, в организации публичных вексельных программ принимало участие около 25–30 банков и компаний, размещавших бумаги на сумму порядка 30–33 млрд руб. в год. Кроме того, не оправдались наши ожидания и прогнозы многих участников рынка относительно роста объема векселей некредитных организаций после кризиса за счет выпусков тех компаний, под залог векселей которых ЦБ мог предоставить ломбардные кредиты коммерческим банкам. Напомним, что в декабре 2008 года этот список был существенно расширен за счет системообразующих предприятий. Однако рост корпоративных векселей оказался несущественным и недолгим, и уже к середине 2009 года объем учтенных векселей вернулся к прежнему уровню — порядка 50–60 млрд руб, — и сохранился на нем в течение 2010 года.

С 1 января 2011 года Банк России исключил «системообразующие» предприятия из данного перечня, оставив в нем 71 организацию (имеющую соответствующий международный рейтинг) против 301 в 2010 году. Проанализировав данный список, можно сказать, что векселя уже давно не используются данными организациями в их практике, а следовательно, ожидать существенной активизации в секторе корпоративных векселей не приходится. Но надежды на возобновление краткосрочного заимствования в виде вексельных программ со стороны предприятий второго и особенно третьего эшелонов (для которых рынок облигаций еще закрыт) остаются.

Что касается рынка банковских векселей, то мы ожидаем дальнейшего роста их объема, в первую очередь за счет расширения круга банков-векселедателей и снижения концентрации объемов векселей, приходящихся на наиболее крупные банки. Такую динамику мы уже видели в 2010 году. Так, если на долю десяти крупнейших банков–векселедателей в начале 2010 года приходилось более 60% всего рынка, то к началу декабря прошлого года — всего 51%. Доля 50 крупнейших банков снизилась с 83.9% до 82.6%. Расширению круга векселедателей и появлению на рынке новых, менее крупных банков способствовало, в первую очередь, снижение процентных ставок, которые



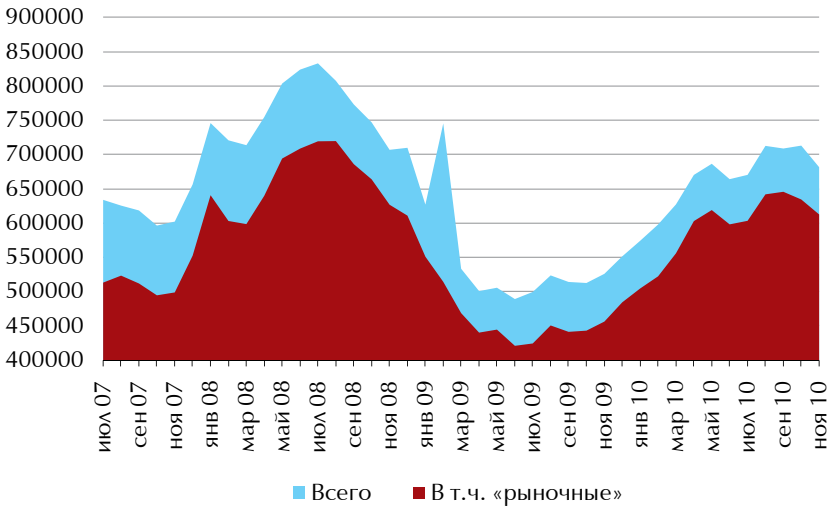
Источник: Cbonds. Оценка и расчеты: БК «РЕГИОН»

Рисунок 2
Объем публичных вексельных программ, млрд руб.

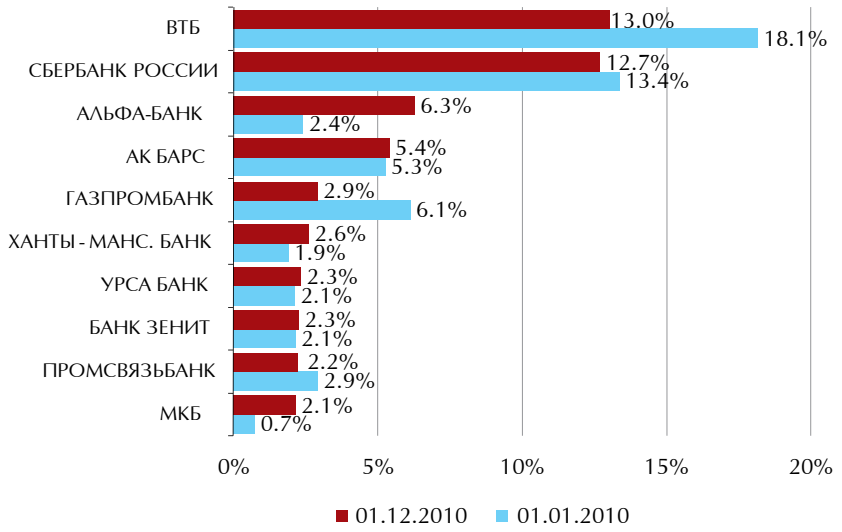
по первому кругу банков были зафиксированы во второй половине 2010 года на исторически низком уровне. Соответственно, векселя банков второго и третьего круга могут находить все больший спрос со стороны инвесторов. К началу 2011 года по векселям крупнейших банков доходность сложилась в пределах от 4.4–4.6% годовых на месяц до 5.5–6% годовых на год. По ценным бумагам банков второго эшелона доходность находилась в пределах от 5–5.25% годовых до 6.75–7.5% годовых на месяц и год соответственно. По банкам третьего эшелона доходности колебались в пределах от 5.5% до 9–10% годовых соответственно.

Вексельный рынок остается «рынком для профессионалов»: его основными участниками являются банки и инвестиционные компании. Объясняется такая особенность несколькими причинами: прежде всего, документарной формой векселя (что, соответственно, требует наличия в штате экспертов, криминалистов и т.п.), крупным номиналом вексе-

Рисунок 3
Объем выпущенных банковских векселей



Источник: Cbonds. Оценка и расчеты: БК «РЕГИОН»



Источник: отчетность банков по РСБУ. Оценка и расчеты: БК «РЕГИОН»

Рисунок 4
Доля крупнейших банков–векселедателей в общем объеме выпущенных банковских векселей

лей (обычно от 1–5 млн руб.), большим объемом единовременной сделки (обычно не менее 10–20 млн руб.). Можно отметить, что на долю 20 крупнейших банков-держателей приходится более 52% от общего портфеля векселей, а на долю топ-100 — более 83%. На долю 30 банков – крупнейших операторов вексельного рынка приходится около 52% от суммарного оборота всех банков. В то же время, четыре крупнейшие инвестиционные компании замыкают на себе более 95% от общего оборота всех работающих на рынке инвестиционных компаний.

Характерной особенностью вексельного рынка является отсутствие торговых площадок, что определяет непрозрачность ценообразования в сегменте векселей. Котировки, выставляемые в информационных системах (основной из которых является «РВС-Векселя»), носят индикативный характер. Информация о реальных объемах проведенных сделок и ценах отсутствует. В результате общая картина вексельного рынка нередко является лишь субъективным взглядом трейдера того или иного банка, инвестиционной компании.

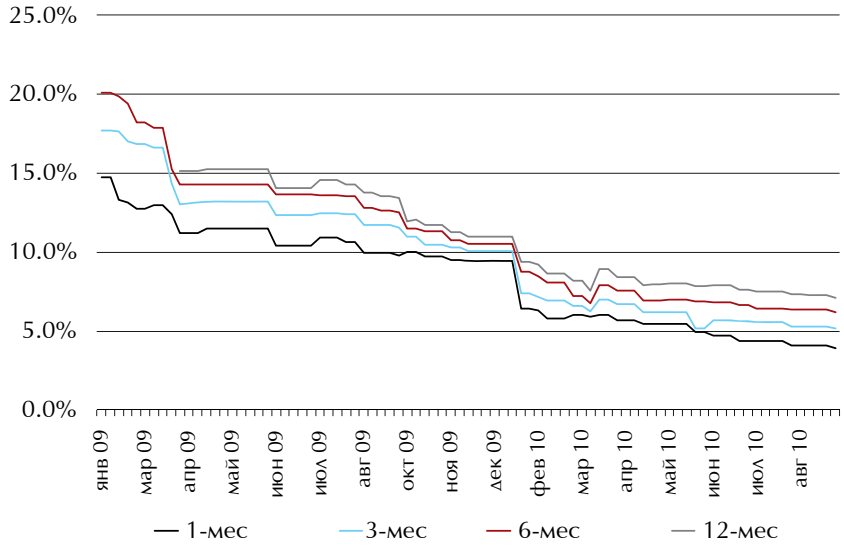
Дополнительный интерес инвесторов к вексельному рынку в 2009–2010 годах был обусловлен тенденцией к снижению процентных ставок (что, правда, относилось ко всему рублевому долговому рынку). При этом если в 2009 году доходность векселей в среднем снизилась в пределах 5–10 п.п. в зависимости от сроков обращения, то в 2010 году снижение существенно замедлилось и составило около 4–5 п.п. Кроме того, можно отметить, что после достижения своих минимумов в ноябре прошлого года доходность к концу года незначительно выросла на фоне появившихся у участников рынка ожиданий повышения в кратко- и среднесрочной перспективе базовых ставок со стороны Банка России для борьбы с инфляцией. Первым шагом в этом направлении стало повышение в конце 2010 года Банком России ставки по привлечению депозитов на 0.25 п.п.

Принимая во внимание реальную возможность повышения процентных ставок на рублевом рынке в течение первой половины 2011 года, которое, по нашим оценкам, может составить 0.5–0.75 п.п., можно ожидать сохранения спроса на вексель как на инструмент инвестирования и дальнейшего развития вексельного рынка, основанного, по нашему мнению, прежде всего на следующих возможностях:

- Более короткая дюрация векселей по сравнения с рынком облигаций позволяет формировать портфель на практически любой удобный для инвестора срок.
- Наличие у инвесторов возможности выбора необходимого объема векселей в соответствии с имеющейся в наличии суммой инвестирования.
- Возможность создания диверсифицированного портфеля с соответствующей заданной доходностью в зависимости от кредитного качества векселедателя (приемлемого для инвестора соотношения риск/доходность).
- Отсутствие «белых пятен» в законодательстве, широкая судебная практика и высокая «юридическая безопасность» снижает риски для добросовестного векселеприобретателя (покупателя).

Основными факторами, которые осложняют дальнейшее развитие вексельного рынка, являются, по нашему мнению, прежде всего:

Рисунок 5
Вексельные индексы ГК «РЕГИОН»



Источники: Банк России, индексы Cbonds, индексы ГК «РЕГИОН»

Ольга ВОЙТОВА, Cbonds

СПЛОТИЛИСЬ В РЕЙТИНГЕ

В 2010 году российские банки и инвесткомпании – организаторы вексельных программ разместили на публичном рынке векселя компаний нефинансового сектора на общую сумму 11.65 млрд руб. Отдельные участники рынка инвестиционно-банковских услуг планируют уже в текущем году утроить объем проведенных весельных сделок. Но число игроков на этом рынке вряд ли увеличится.

Агентство Cbonds в 2010 году возобновило публикацию рейтинга организаторов публичных вексельных программ корпоративных эмитентов, которая была приостановлена во время кризиса из-за фактического отсутствия публичных сделок на вексельном рынке. По итогам 2010 года в рейтинг вошли шесть инвестиционных компаний. По объемам размещений на вексельном рынке лидируют БК «РЕГИОН» (4.37 млрд руб.), ИК «Велес Капитал» (3.486 млрд руб.) и ИК «Урса Капитал» (2.199 млрд руб.). Крупнейшими векселедателями в 2010 году стали авиакомпания «ЮТэйр», инвестиционно-девелоперская компания «РГС Недвижимость», а также «ЮТэйр-Лизинг», «Су-155» и «ВЭБ-лизинг». Методика составления рейтинга по-прежнему не предполагает включение векселей банков и их дочерних организаций. При расчете учитывались только публичные вексельные программы, ориентированные на привлечение средств с финансового рынка. Поэтому некоторые инвестиционные компании, некогда входившие в вексельный рейтинг, отказались от участия в нем, ссылаясь на нежелание векселедателя раскрывать информацию или несоответствие размещенных ими выпусков требуемым критериям публичности. Зато в списке сильнейших по итогам 2010 года есть новые имена. Питерская компания «Расчетная Система Промышленности» активно продавала векселя девелоперской компании IBS Russia Property Developers Ltd., занявшей на строительство поселка «Гатчинские предместья». Новый игрок появился в Новосибирске — компания «ЮниСервис Капитал», образованная в конце 2009 года. За Уралом компании размещают векселя под 16–18% годовых, это дороже, чем в Москве, однако спред к заимствованиям в банках может составлять до 7%, отмечают в «ЮниСервис Капитале». В 2011 году «ЮниСервис» планирует увеличить объем размещений на вексельном рынке вдвое, а если удастся — втрое. Макроэкономические факторы способствуют развитию вексельного рынка, но пока мешает болезненный прошлый опыт. Многие эмитенты третьего эшелона, допустившие дефолты по облигациям, имели дублирующие программы на вексельном рынке, и вопросы по ним не решены до сих пор. Другие игроки ждут прироста объема размещений за счет компаний второго эшелона. ИК «Велес Капитал», например, утверждает, что сейчас благоприятное время для выхода на рынок, и ожидает пополнения числа векселедателей за счет компаний машиностроительного сектора, химической и пищевой промышленности. Ситуация на рынке будет зависеть от стремления бизнеса инвестировать в развитие и от активности на публичном рынке компаний второго-третьего эшелонов. Пока желание привлекать средства с помощью векселей демонстрирует лишь строительный сектор, но инвесторы относятся к такому риску весьма настороженно. Несмотря на то что совокупный объем публичных вексельных программ — 11.65 млрд руб. — более чем скромен по былым меркам (так, в 2008 году эта цифра составляла 33.97 млрд руб.), очевидно, что вексель все же не утратил статуса публичного финансового инструмента. Но кардинальных улучшений на рынке ждать вряд ли приходится. «Ни на одного из перечисленных в рейтинге векселедателей мне банк не открыл лимитов, — сетует сотрудник казначейства одного из банков. — Если раньше на вексельном рынке были хорошие премии по доходности, то теперь спредов почти нет. За последний год вексельный рынок по уровню доходности практически сравнялся с облигационным. Например, рассматривая альтернативу покупке годового векселя, всегда можно найти на рынке облигацию, сопоставимую по срокам, и разницы в доходности практически не будет». Прогнозируемый участниками рынка хоть и умеренный, но рост объемов публичных вексельных программ не приведет к расширению списка активных операторов на векселях. Бизнес по размещению векселей, скорее всего, так и останется прерогативой топ-5 инвесткомпаний, на которые приходится до 80% публичных вексельных сделок.

Таблица 1. **Рейтинг организаторов публичных вексельных программ корпоративных эмитентов по итогам 2010 г.**

№	Организация	Объем, млн руб.	Векселедатели
1	БК РЕГИОН	4370	ОАО АК ЮТэйр, ООО ЮТэйр-Лизинг, ОАО УМПО, ФГУП ММПП Салют, ЗАО Су-155
2	ИК Велес Капитал	3486	ЗАО Су-155, ОАО Каустик, ФГУП ММПП Салют, РГС Недвижимость
3	ИК Урса Капитал	2198.6	ООО Адамас-ювелир, ОАО ВЭБ-лизинг, ГК Лакор, ООО 12 месяцев, ООО Золото Курьи, ЗАО Су-155
4	ООО Расчетная Система Промышленности	800	IBS Russia Property Developers Ltd (Гатчинские поместья, Kostomus Plaza)
5	ЮниСервис Капитал	400	ОАО Искитимцемент, ООО Востокшинторг (бренд ШИНТОП)
6	Банк ОТКРЫТИЕ	400	ОАО Росдорлизинг
	ИТОГО	**11654.600**	

• Сохраняющееся устоявшееся мнение в инвестиционном сообществе о векселе как об устаревшем инструменте («инструменте прошлого века») и зачастую как инструменте с «криминальным» характером. Нередко эти же причины называются представителями предприятий реального сектора экономики в случае отказа от работы с векселями.

• Отсутствие информации о реальных ценах и объемах сделок, «непрозрачность» ценообразования, а также отсутствие инфраструктуры вексельного рынка (торговых и расчетных систем, депозитария и т.п.) существенно снижают потенциал привлечения новых участников — банков и инвестиционных компаний.

• Слабая информационная поддержка вексельного рынка (а точнее, практически полное отсутствие) со стороны специализированных агентств и СМИ не способствует повышению интереса к вексельному рынку в целом.

Таким образом, можно с уверенностью предполагать, что при отсутствии существенных потрясений на мировых фондовых площадках вексельный рынок продолжит увеличиваться в объеме при небольшой коррекции доходности вверх (вероятно, в первой половине года) на фоне сохранения спроса со стороны инвесторов на относительно короткий инструмент денежного рынка.