Иван МАНАЕНКО,
директор аналитического
департамента, ИК «ВЕЛЕС Капитал»

Мал золотник, да дорог

Новейшая история вексельного рынка насчитывает немногим более 15 лет. Именно тогда, на заре 2000-х, вексельный рынок окончательно покинули крупные естественные монополии, а их место начали стремительно занимать кредитные организации. Именно тогда вексель начал трансформироваться из неких «квазиденег» в инструмент инвестирования реальных средств и вместо функции «налоговой оптимизации» приобрел черты удобного механизма перераспределения денежной ликвидности.

Сегодня российский вексельный рынок представлен исключительно банковскими бумагами и, несмотря на попытки регулятора внедрить альтернативу в виде коротких биржевых облигаций, вексель является, по сути, единственным ценнобумажным инструментом перераспределения короткой рублевой ликвидности в банковской системе. Тем не менее, если исходить из абсолютного размера бумаг в обращении, за последние 2.5 года вексельный рынок, достигший своего апогея в конце 2012 года, сократился практически вдвое. Так, согласно оценке Банка России, скорректированной с учетом срочности реально обращающихся на рынке бумаг, суммарный объем векселей, выпущенных банками на конец 2012 года, превышал 1 трлн руб. По нашим собственным оценкам, на тот момент в обращении находилось векселей на сумму порядка 620–650 млрд руб. Самые свежие апрельские данные ЦБ показывают, что через условно рыночные векселя (со сроком погашения от 1 дня до 3 лет) в пассивы банков привлечено лишь 539 млрд руб. При этом наша собственная оценка объема вексельного рынка упала до 320–350 млрд руб. Для сравнения: объем выпущенных банками облигаций (без учета еврооблигаций) за тот же период вырос с 1.03 трлн руб. до 1.31 трлн руб. В результате последние стали доминировать в пассивах банков по отношению к векселям, чего не наблюдалось вплоть до середины 2013 года. В чем причина столь резкого отставания многолетнего лидера?

Начнем с пресловутой бумажной формы векселя. Отточенные годами механизмы выпуска, последующей купли-продажи и передачи ценных бумаг, четкие правила делового этикета, устоявшийся круг покупателей и продавцов, свое сообщество экспертов-криминалистов практически свели на нет случаи злоупотреблений бумажной формой векселя среди профессиональ-

ных участников рынка. Однако невозможность централизованного хранения векселей и, следовательно, отсутствие контроля за оборотом этих бумаг дало возможность использовать их отнюдь не по прямому назначению. Ярким примером непрозрачности вексельного рынка стал случай с банкротством банковской группы Матвея Урина, в ходе которого всплыли мошеннические схемы использования векселей недобросовестными банкирами. Для Центрального банка это стало последней каплей в борьбе с неподконтрольным ему вексельным рынком — «крестовым походом», начавшимся еще во времена ФСФР. Вслед за пенсионными фондами с подачи регулятора возможности инвестировать в векселя лишаются страховые компании. Кроме того, в сентябре 2011 года вступила в действие Инструкция № 110-И Банка России «О порядке расчета собственного капитала», предполагающая повышенный коэффициент в отношении векселей сроком погашения свыше 90 дней. Наконец, был запрещен депозитарный учет векселей, что окончательно похоронило идею электронного оборота бумаг на базе центрального депозитария. Тем не менее, за исключением ухода страховых компаний, вексельный рынок вполне смог подстроиться и под эти нововведения. Ключевая проблема обозначилась чуть позже и получила название «эффект Мастер-Банка».

Банковские лицензии отзывались всегда, но то рвение, с которым регулятор принялся за это во второй половине 2013 года и продолжил в начале 2014 года, в совокупности с масштабом деятельности попавших в немилость ЦБ банков, посеяло среди самих банкиров семя взаимного недоверия. Как следствие, обычно урожайные для вексельного рынка в плане роста объема первые три месяца 2014 года оказались абсолютно провальными. Помимо простого желания иметь «подушку» ликвидности от инвестиций в векселя, банки сдерживала рухнувшая в одночасье система залогового кредитования, долгое время верой и правдой служившая альтернативой механизму РЕПО, распространенному для эмиссионных бумаг. Можно только гадать, что было бы сейчас с рынком облигаций, если бы не возможность отдать бумаги в ломбард к ЦБ. Банки-векселедатели взяли этот механизм на вооружение гораздо раньше, активно кредитуя

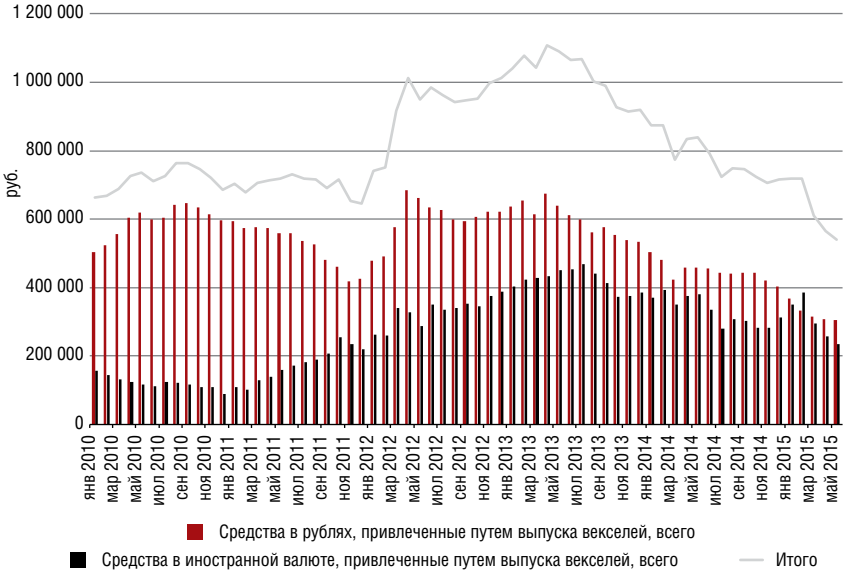


Рисунок 1
Рыночные векселя (ЦБ)

векселедержателей под залог собственных вексельных обязательств. Залоговый механизм был мощнейшим элементом продвижения на рынке новых векселедателей и расширения присутствия старых. Однако практика отзыва лицензий у банков-векселедателей выявила явные недостатки этой схемы для конечных держателей бумаг. Ведь полученный кредит надо возвращать лопнувшему банку в любом случае и в полном объеме, а деньги по его векселю вернутся в рамках процедуры банкротства лишь в третьей очереди, то есть, скорее всего, не вернутся вообще. Для банка, финансирующего лишенную впоследствии лицензии кредитную организацию, даже его собственный вексель окажется большой проблемой, так как по закону залог должен быть возращен, 30% из него пойдут на погашение задолженности в рамках общей конкурсной массы, а оставшиеся 70% залога, причитающиеся банку-кредитору, будут возвращены лишь по окончании процедуры банкротства, что с учетом временной стоимости денег сулит немалые потери. Почему об этом не думали раньше, сказать сложно. Впрочем, до 2008 года о надежности и преимуществах еврооблигаций говорили все, однако первые же случаи дефолта показали всю несостоятельность тяжбы российских компаний с иностранными должниками, тогда как российское законодательство было явно на стороне облигационеров, хотя и не всегда помогало им.

И все же не стоит думать, что сжатие вексельного рынка происходит исключительно за счет давления на покупа-

ВЕКСЕЛЬ ЯВЛЯЕТСЯ ЕДИНСТВЕННЫМ ЦЕННО-БУМАЖНЫМ ИНСТРУМЕНТОМ ПЕРЕРАСПРЕДЕЛЕНИЯ КОРОТКОЙ РУБЛЕВОЙ ЛИКВИДНОСТИ В БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЕ

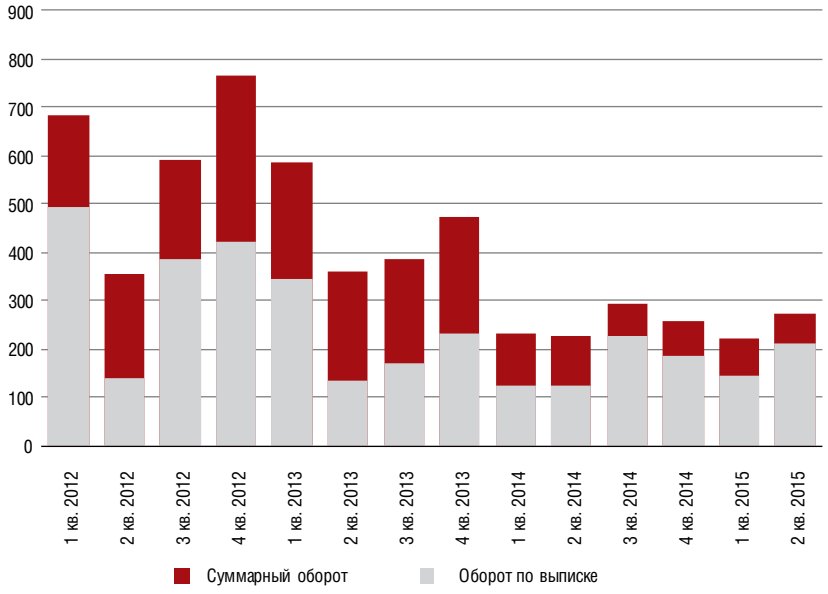


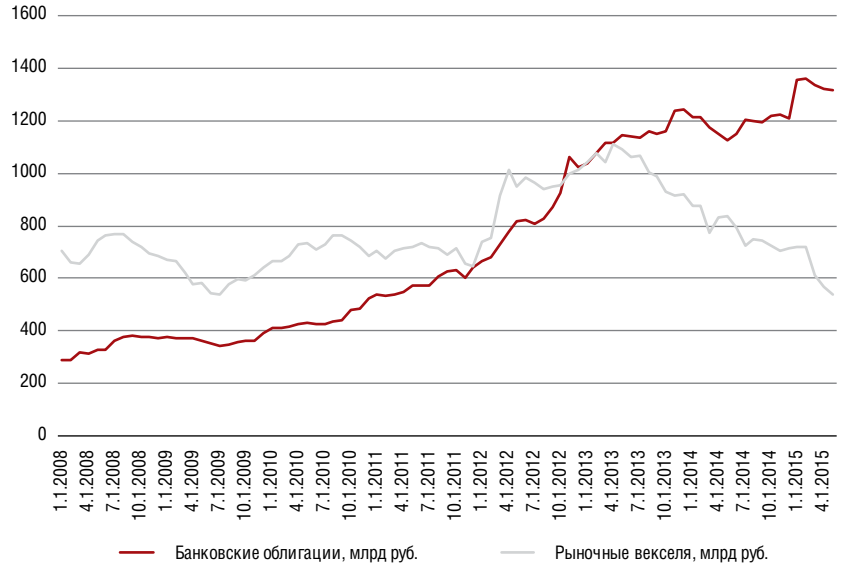
Рисунок 2
Банковские облигации VS векселя

В ПЕРВОМ ПОЛУГОДИИ 2015 ГОДА СУММАРНЫЙ ОБОРОТ ВТОРИЧНОГО ВЕКСЕЛЬНОГО РЫНКА, ПО НАШИМ ДАННЫМ, СОСТАВИЛ ПОРЯДКА 492 МЛРД РУБ.

телей. Спрос на данный вид ценных бумаг по-прежнему остается довольно высоким. Гораздо хуже дело обстоит с предложением бумаг. Если взглянуть на структуру участников векселедателей, то как минимум за последние 10 лет от 40% до 50% всех проданных в рынок бумаг пришлось на займы буквально 5 госбанков, среди которых ключевые позиции занимали ВТБ, Сбербанк, Россельхозбанк и Газпромбанк (ГПБ). Они же во многом определяли и ценовую конъюнктуру всего рынка. Одним из первых свое присутствие на вексельном рынке начал сокращать Сбербанк. Отчасти его уход компенсировал ГЛОБЭКСБАНК, после санации получивший статус госбанка. Дольше других за вексельный рынок держались Россельхозбанк и ГПБ. Однако в 2015 году объемы их привлечения посредством векселей сократились в разы. В результате по итогам первого полугодия 2015 года 46% активности первичного рынка приходилось уже на выписку одного ВТБ. С одной стороны этого процесса были колоссальная ресурсная база госбанков, низкая стоимость фондирования и возможности привлечения длинных пассивов на других площадках, плюс деятельность Банка России, буквально залившего рынок рублевой ликвидностью. С другой — более серьезная проблема — дефицит хороших заемщиков.

После 2008 года клиенты банков четко поделились на две категории: тех, кого можно кредитовать, но деньги им или вовсе не нужны, или нужны очень дешево, и тех, кого кредитовать было опасно даже по высоким ставкам. За последние шесть лет хороших заемщиков отнюдь не прибавилось. В результате крупные банки начали переманивать клиентов друг у друга, предлагая лучшие условия, в том числе демпингуя по кредитным ставкам. Как результат, ставки кредитования по крупным кредитам оказывались либо на уровне, либо даже ниже стоимости денег на рынке. Отчетливо помнится история, когда мы пытались привлечь на вексельный рынок крупное государственное российское предприятие, вполне отвечавшее строгим кредитным метрикам. При рыночных ставках порядка 11–12% годовых они были готовы привлекаться лишь под 7–8% годовых, мотивируя это возможностью привлечь деньги у акционера — крупного госхолдинга. В результате даже относительно дешевые по рыночным меркам рубли крупным и средним банкам были не нужны. Если взглянуть на доходность

Рисунок 3
Сводный вексельный индекс «Велес Капитала»



векселей в период с 2012-го по начало 2014 года (рисунок 1), кривая выглядит почти плоской — явное свидетельство того, что банки не испытывали проблем с привлечением рублевых пассивов. Как результат, ставки привлечения у крупных векселедателей снижались до уровня или даже ниже ключевой процентной ставки, что делало их покупку более мелкими банками неинтересной.

В 2014 году картина изменилась. В марте, после известных событий в Украине, процентные ставки поползли вверх и к концу года достигли своего максимума. Ситуация поменялась, но к росту масштабов кредитного рынка это не имело никакого отношения. Рублевую ликвидность съела девальвация национальной валюты. И хотя привлекать валютные пассивы через векселя могли позволить себе единичные банки, универсальность векселя вновь проявилась. Именно выписка валютных бумаг в 2014 году во многом позволила вексельному рынку избежать более серьезного сжатия.

Тема валютных векселей получила развитие и в текущем году. Всплески выписки валютных бумаг пришлись на апрель и июнь, что в целом соответствует динамике валютных курсов. В результате по итогам первого полугодия 2015 года доля проданных в рынок банками валютных бумаг, по нашим оценкам, составила порядка 43%, что является своего рода рекордом. Принимая во внимание текущую активность участников рынка, действие санкций в отношении зарубежных заимствований крупнейших российских компаний, а также девальвационные ожидания, данная тенденция с большой вероятностью продолжится и объем валютных векселей вполне может сравняться с рублевым привлечением. Впрочем, банки активны и в плане рублевых заимствований. Тот же Сбербанк, вроде минимизировавший привлечение пассивов через векселя, в случае острой необходимости, как это было в минувшем декабре, возвращается на рынок с быстротой молнии, собирая по 15–20 млрд руб. Ведь, несмотря на сжатие в абсолютном объеме, ликвидность вексельного сегмента остается весьма высокой. Так, в первом полугодии 2015 года суммарный оборот вторичного вексельного рынка, по нашим данным, составил порядка 492 млрд руб., или порядка 4.24 млрд руб. в день. Это, конечно, почти вдвое меньше, чем в период расцвета рынка, однако все же на 7% выше, чем год назад, почти в полтора раза выше, чем в первом квартале этого года, и на 15% выше среднеквартального уровня 2014 года.

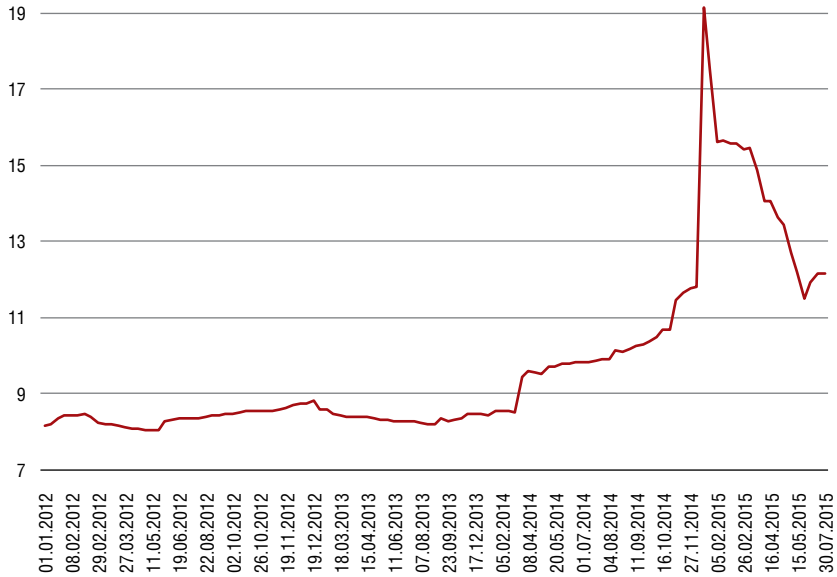


Рисунок 4
Структура оборотов вексельного рынка

Что же ждет рынок в будущем? И снова у нас нет однозначного ответа. Понятно, что вексельный рынок вряд ли сможет сравниться с облигационным в плане технологичности, и без серьезных законодательных изменений уже не станет электронным. Также безнадежной кажется возможность вексельного РЕПО с ЦБ — основы роста рынка облигаций. О возврате расчетных векселей пока все же говорить рано, хотя и нельзя списывать со счетов и такую возможность. Тем не менее альтернативы векселю как инструменту инвестирования короткой ликвидности и ее перераспределения в банковской системе фактически нет. Тот же рынок облигаций со сроком погашения менее 3 месяцев, а именно на эту срочность приходится основной оборот по рублевой части вексельного рынка, представляет собой унылое зрелище как в плане объемов, так и ликвидности. При этом сама по себе волатильность процентных ставок, свойственная российской экономике, не создает благоприятных условий для долгосрочных заимствований. Сама по себе короткая временная составляющая векселя и особенности его учетной политики также наделяют его важными преимуществами, особенно хорошо проявляющимися в смутное время рыночных катаклизмов. Так что, пока в России не появится аналога рынка коммерческих бумаг, вексельный рынок по-прежнему будет актуален.

ПОКА В РОССИИ НЕ ПОЯВИТСЯ АНАЛОГА РЫНКА КОММЕРЧЕСКИХ БУМАГ, ВЕКСЕЛЬНЫЙ РЫНОК ПО-ПРЕЖНЕМУ БУДЕТ АКТУАЛЕН