# Когда облигации СПЯТ

*Канр Лиджиев*

**НА ВЕКСЕЛЬНОМ РЫНКЕ ГОД НАЧАЛСЯ С ОПТИМИСТИЧЕСКОЙ НОТЫ. УВЕЛИЧИВШИЕСЯ ПОСТУПЛЕНИЯ В БАНКОВСКУЮ СИСТЕМУ И КОМФОРТНЫЕ СТАВКИ НА МЕЖБАНКЕ НА ФОНЕ «СПЯЩЕГО» ОБЛИГАЦИОННОГО РЫНКА РЕЗКО ПОДНЯЛИ КОТИРОВКИ ВЕКСЕЛЕЙ.**

Конечно, говорить о сложившейся тенденции пока рано в силу того, что рост вексельных котировок в первые дни нового года происходил на фоне характерной для этого времени низкой активности операторов вторичного рынка. Не все еще успели вернуться на свои рабочие места, а сделки заключались в основном в первом-втором эшелонах. К концу месяца активность на рынке немного увеличилась, но после роста начала месяца многие участники рынка встали на продажу, по всей видимости, решив зафиксировать прибыль.

По состоянию на 29 января 2008 года в торговой системе РВС 41 компания выставила 495 заявок на покупку и 51 компания выставила 811 заявок на продажу. Для сравнения, по данным на 24 декабря 2007 года в торговой системе РВС 31 компания выставила 430 заявок на покупку и 40 компаний выставили 453 заявки на продажу.

Плюс к этому произошла активизация банков по выписке векселей с премией к рынку. Давление продавцов сказалось на уровнях доходности ценных бумаг.

Согласно вексельным индексам доходности ИГ «РЕГИОН», с 21 января (даты пересмотра индексного списка) по 28 января 2008 года по всему вексельному спектру зафиксировано небольшое повышение доходности: на 4 б.п. до уровня 7.05% и 8.65% годовых по месячным и трехмесячным бумагам, на 3 б.п. до уровня 9.04% годовых по полугодовым бумагам и на 2 б.п. до отметки 9.21% годовых по годовым векселям.

Объем учтенных банками векселей за октябрь снизился и составил сумму 225.133 млрд руб. (снижение по сравнению с сентябрем на 6%). При этом сумма учтенных корпоративных (нефинансовых) бумаг снизилась на 7.5% и составила сумму 52.432 млрд руб. Объем учтенных банковских векселей по сравнению с сентябрем уменьшился на 5.6% и составил 171.131 млрд руб.

Объем рынка банковских векселей немного вырос и на 1 ноября 2007 года составлял 678.54 млрд руб. (рост на 0.57%).

В целом, с конца 2007 года ситуация на вексельном рынке развивается позитивно. Главный фактор, поддерживающий вексельный рынок — спад на смежном облигационном рынке. С учетом того что, по оценкам экспертов, первичный рынок облигаций будет закрыт для компаний третьего эшелона как минимум первые четыре месяца 2008 года, и параллельно идет процесс «вымывания» их бондов через оферты и погашения, у рынка векселей открываются достаточно радужные перспективы.

**Вексельный рынок: основные индикаторы**

| Вексельные индексы (ИГ «РЕГИОН») | 28.01.2008 | 22.01.2008 | Изменение, % |
|---|---|---|---|
| 1 месяц | 7.05% | 7.01% | 0.04 |
| 3 месяца | 8.69% | 8.65% | 0.04 |
| 6 месяцев | 9.04% | 9.01% | 0.03 |
| 12 месяцев | 9.21% | 9.19% | 0.02 |
| **Данные о котировках векселей в системе РВС** | **29.01.2007** | **24.12.2007** | **Изменение** |
| Покупка — заявки | 495 | 430 | 65 |
| Покупка — количество компаний | 41 | 31 | 10 |
| Продажа — заявки | 811 | 453 | 358 |
| Продажа — количество компаний | 51 | 40 | 11 |
| | **01.11.2007** | **01.10.2007** | **Изменение, %** |
| Объем банковских векселей, млн руб. | **678 570** | **674 716** | **0.57** |
| до 1 месяца | 11 473 | 16 276 | -29.51 |
| до 3 месяцев | 30 445 | 28 442 | 7.04 |
| до 6 месяцев | 56 501 | 56 705 | -0.36 |
| до 1 года | 221 591 | 217 747 | 1.77 |
| до 3 лет | 241 501 | 241 469 | 0.01 |
| Учтенные банками векселя, млн руб. | **225 133** | **239 490** | **-5.99** |
| банки | 171 131 | 181 231 | -5.57 |
| нерезиденты | 1 570 | 1 595 | -1.57 |
| корпорации (строка «прочие векселя») | 52 432 | 56 663 | -7.47 |

# Мнение

**Александр Ермак,**
главный аналитик долговых рынков, заместитель начальника аналитического управления БК «РЕГИОН»

Последние месяцы 2007 года и начало 2008 года добавили оптимизма участникам вексельного рынка. В условиях, когда рынок еврооблигаций фактически был закрыт для российских заемщиков, на рынке корпоративных облигаций продолжилась «пауза» в первичных размещениях, а синдицированные кредиты остались доступны только для крупнейших банков и компаний, вексель остался фактическим инструментом привлечения рублевого финансирования для достаточно широкого круга заемщиков. В силу относительно коротких сроков заимствования вексель вновь стал привлекательным инструментом как для заемщиков, для которых привлечение дорогих и долгосрочных средств экономически нецелесообразно, так и для инвесторов, для которых вложения в долгосрочные инструменты в настоящее время являются крайне рискованными.

В ноябре–декабре 2007 года потребность во внешнем финансировании привела к повышению коммерческими банками ставок по своим векселям. По первому эшелону оно составило порядка 1.5–2.5 п.п., обеспечив тем самым спрос со стороны инвесторов. С началом нового года и ростом избытка рублевой ликвидности интерес к векселям усилился за счет формирования инвестиционных портфелей более широким кругом инвесторов, что уже в течение первых двух недель привело к снижению ставок в пределах 0.5–1.0 п.п.

Промышленные предприятия, как показала практика последних месяцев, успешно использовали вексель как инструмент бридж-финансирования (взамен бридж-кредитов) при прохождении оферт по досрочному выкупу облигаций. Интерес к такой форме предоставления бридж-финансирования со стороны инвестбанков очевиден, так как вексель является потенциально более ликвидным инструментом, чем кредит (хотя говорить о высокой ликвидности данных векселей часто не приходится). Для предприятий преимущество заключается в том, что выпуск векселей может быть организован в кратчайшие сроки, не требуется предоставления залога и дополнительных затрат, сопутствующих оформлению кредитной сделки; возможен досрочный учет векселей в любое удобное время и необходимом объеме. Учитывая, что в течение по крайней мере первой половины 2008 года существенного улучшения мировой конъюнктуры ожидать вряд ли стоит, а объем выпусков, по которым предстоит выкуп по офертам, составляет порядка 220 млрд руб., можно ожидать сохранения и расширения объемов такого рефинансирования облигационных займов за счет векселей.

Кроме того, мы видим, что достаточно широкую практику получает выпуск векселей со стороны компаний, ранее разместивших и имеющих в обращении собственные облигации. Известность на долговом рынке, обязательность раскрытия информации в соответствии с законодательством, возможность более справедливого, сориентированного на ставки облигаций ценообразования векселей, возможность удовлетворить дополнительный спрос со стороны инвесторов, имеющих лимиты на эмитента, при ограниченном объеме облигационного займа, — все это позволяет компаниям успешно привлекать краткосрочное финансирование в виде векселей. При этом инвесторы получают достаточно информационно прозрачный, более безопасный и ликвидный инструмент для краткосрочных вложений.

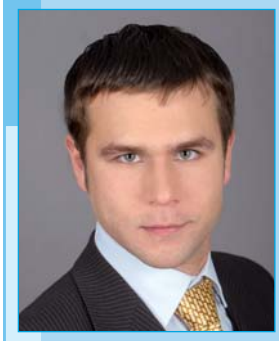
Предприятия вынуждены будут искать альтернативные источники финансирования своих инвестиционных программ, и многие из них вновь обратят внимание на вексельный рынок. Кроме этого, использование векселя как бридж-инструмента при прохождении оферт уже превращается в целую индустрию. Особенно активно используют вексель в этих целях инвестиционные компании, которые не могут предложить своим клиентам доступные для банков инструменты, например, те же кредиты.

Банковский риск рассматривается участниками рынка облигаций как один из самых высоких. В 2008 году для большинства российских банков, за исключением крупных и государственных банков, рынок бондов будет надолго закрыт. Привлекать длинные средства по доступным ставкам станет для банков весьма затруднительной задачей. Альтернативы векселям для банков на текущий момент практически нет, отсюда и всплеск активности последних на вексельном рынке.

Что касается ближайшей перспективы, то с возвращением на рынок с новогодних каникул всех участников рынка и прохождением отчетных дат активность на вексельном рынке должна продолжить свой рост, и мы увидим больше заключенных сделок как на первичном, так и на вторичном рынках.

Активность по выписке новых векселей проявляют не только столичные банки, но и небольшие региональные банки. По данным Cbonds Review, в феврале начнется реализация дебютной публичной вексельной программы бийского банка «Региональный кредит» объемом 100 млн руб. Предлагаемые доходности по ценным бумагам: 3 месяца — 13.5% годовых; 6 месяцев — 14% годовых; 9 месяцев — 14.5% годовых; 12 месяцев — 15% годовых. Организатор — ИК «SM.art». На 1 октября 2007 года активы банка составляли 2.8 млрд руб. Прибыль до налогов — 14.89 млн руб.

# Мнение



**Иван Манаенко,**
начальник отдела анализа долгового рынка
ИК «Велес Капитал»

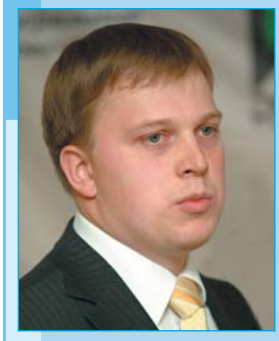
На фоне глобальной нестабильности мировых финансовых рынков в конце 2007 — начале 2008 годов российский рынок векселей стал своего рода тихой гаванью, позволившей не только сохранить капитал, но и при желании приумножить его. Основная причина — низкая чувствительность российского вексельного рынка к колебаниям мировых фондовых площадок, ставшая следствием незначительной активности иностранных игроков в данном сегменте рынка. К этому можно добавить и более низкий по сравнению с облигациями срок обращения векселей.

Основным игровым моментом конца того — начала этого года стала диспропорция в стоимости краткосрочных и долгосрочных средств, точнее говоря, невозможность привлечь длинные пассивы по адекватным (рыночным) ставкам. В итоге для российских банков, лишившихся возможности привлекаться за рубежом и потерявших надежду на скорое восстановление первичного рынка облигаций, выпуск вексельных обязательств стал важнейшим источником пополнения пассивов. В совокупности с высокой рублевой ликвидностью, минимизировавшей стоимость краткосрочных межбанковских кредитов, подобная ситуация дала спекулятивно настроенным участникам вексельного рынка хорошую возможность получить высокую маржу, что стало залогом сохранения высокой активности торгов. Мы считаем, что неопределенность на мировом финансовом рынке будет играть на руку вексельному рынку, причем не только в плане возможности заработать, но и в плане качественного расширения данного сегмента долгового рынка. Уже сейчас многие крупные компании, столкнувшиеся с невозможностью рефинансировать свои долги за счет новых кредитов и выпуска облигаций, всерьез рассматривают возможность выхода на вексельный рынок.

Стоит также отметить, что если по каким-либо причинам рублевая ликвидность снизится и ставки межбанка начнут расти, в первую очередь это повлияет на краткосрочные ставки по векселям, тогда как доходности по длинным бумагам останутся близки к текущим и без того высоким (премиальным) уровням. Другими словами, вероятность и потенциал возможного роста доходности по длинным бумагам, на наш взгляд, ощутимо меньше, чем по коротким. При этом в целом возможное ухудшение конъюнктуры денежного рынка в будущем не может привести к полному исчезновению обозначенных выше диспропорций, а лишь снизит прибыльность операций.

Таким образом, резюмируя вышесказанное, можно сказать, что глобальная нестабильность оказалась на руку участникам вексельного рынка и, вероятно, даст новый толчок для развития данного сегмента долгового рынка.

# Комментарии



**Антон Титов,**
директор компании
«Обувь России»

**Каким образом мировой финансовый кризис ударил по российскому вексельному рынку?**

Осенью 2007 года вексельный сегмент долгового рынка пострадал сильнее облигационного, и первичные размещения можно было пересчитать по пальцам одной руки. Тем не менее, нашей компании удалось в ноябре-декабре продать векселя на 116 млн руб. Ситуацию в целом я не считаю системным кризисом, скорее, идет переоценка стоимости финансовых ресурсов, причем в глобальном масштабе. Некоторые эмитенты смирились с новой реальностью, и уже в декабре 2007 года мы увидели десяток размещений корпоративных займов. Для нашей компании повышение стоимости заимствований на 1–2% не является критичным: высокая маржа обувной розницы позволяет покрывать эти затраты.

**Что мешает вексельному рынку развиваться?**

Дефицит информации — проблема номер один. Компании-векселедатели и организаторы раскрывают информацию пока лишь в добровольном порядке, поэтому необходимы некие стандарты раскрытия информации и каналы ее распространения. Проблема номер два — регулирование рынка. Некоторые профучастники призывают привлечь государство, передать ему функции контроля над процедурами выпуска и обращения векселей. На мой взгляд, это исказит саму природу векселя как простого и доступного всем компаниям финансового инструмента. Регулировать рынок должна ассоциация профессиональных участников. А пятерка лидеров среди организаторов (а это почти 90% рынка) должна взять на себя миссию по созданию и поддержанию общих «правил игры».

**Каковы итоги работы вашей компании как эмитента на вексельном рынке в прошлом году?**

В прошлом году мы стали первым обувным ритейлером, вышедшим на открытый финансовый рынок. Вексельная программа, реализованная тремя траншами, принесла группе более 290 млн руб. Срок обращения векселей мы планомерно увеличивали с 4–5 месяцев до полугода. В программе приняли участие инвесторы из разных городов: Москвы, Казани, Екатеринбурга, Нижневартовска, Новосибирска. Нашей компании вексельная программа дала старт истории на публичных рынках капитала и ресурсы для расширения торговой сети и пополнения оборотных активов. Без вексельного финансирования нам бы не удалось достичь годового прироста выручки на 125%.