Александр Ермак,
заместитель начальника управления аналитических исследований БК «РЕГИОН»

ДВОЙНАЯ поправка

В ПРОШЛОМ ГОДУ ГОСУДАРСТВЕННЫМИ ОРГАНАМИ БЫЛО ПРИНЯТО КАК МИНИМУМ ДВА РЕШЕНИЯ, КОТОРЫЕ ПОВЛИЯЛИ НА РАБОТУ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ — А ИМЕННО НЕГОСУДАРСТВЕННЫХ ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ И СТРАХОВЫХ КОМПАНИЙ — НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ. ИЗМЕНЕНИЯ КОСНУЛИСЬ ИХ ОПЕРАЦИЙ КАК В ОБЛИГАЦИОННОМ СЕГМЕНТЕ, ТАК И В СЕГМЕНТЕ ВЕКСЕЛЕЙ.

Так, с середины февраля 2007 года вступили в силу новые правила размещения средств негосударственных пенсионных фондов (НПФ), утвержденные постановлением Правительства РФ. А в июне 2007 года Минфин РФ своим приказом изменил Правила размещения страховщиками средств страховых резервов.

ОБЛИГАЦИОННЫЙ РЫНОК

Основным нововведением новых Правил размещения средств НПФ, которое имеет непосредственное отношение к облигационному рынку, стало требование на ограничение суммарной доли ценных бумаг, не включенных в котировальные списки фондовых бирж (за исключением государственных ценных бумаг РФ и инвестиционных паев открытых и интервальных ПИФов), а также включенных в котировальные списки фондовых бирж, в которые включаются ценные бумаги, впервые размещаемые путем открытой подписки или впервые предлагаемые к публичному обращению, на уровне не более 40% пенсионных резервов. В том числе доля ценных бумаг, по которым не зарегистрирован отчет об итогах выпуска (дополнительного выпуска) или не представлено уведомление в регистрирующий орган об итогах выпуска (дополнительного выпуска), может составлять не более 15% пенсионных резервов.

Одним из последствий принятия новых правил для облигационного рынка стало повышение активности работы эмитентов и организаторов займов по включению займов в котировальные листы. Практически за год доля котировальных облигаций увеличилась до 39% по объему в обращении и до 36% по количеству выпусков (см. Таблицу 1). На конец февраля 2008 года объем облигаций 211 выпусков, включенных в котировальные списки разных уровней, составил около 480 млрд руб.

Несколько иная ситуация возникла на рынке субфедеральных и муниципальных займов (см. Таблицу 2). Доля включенных в котировальные списки облигаций снизилась с 66% до 43% по объему и с 49% до 42% по количеству выпусков. На наш взгляд, это обусловлено низкой активностью по размещению новых выпусков крупнейших регионов-эмитентов (Москва, Московская область и др.) и некоторым увеличением размещений со стороны небольших регионов и муниципальных образований.

Таблица 1. Структура рынка корпоративных облигаций

Категория списка	Апрель 07		Февраль 08	
	По объему	По количеству выпусков	По объему	По количеству выпусков
А1	12.00%	7.00%	15.95%	12.59%
А2	4.00%	3.00%	2.86%	2.24%
Б	16.00%	15.00%	18.53%	20.86%
В	1.00%	0.00%	1.64%	0.69%
Внесписочные (ВС)	68.00%	75.00%	61.02%	63.62%

Источник: ФБ ММВБ, оценка ГК «РЕГИОН»

Таблица 2. Структура рынка субфедеральных облигаций

Категория списка	Апрель 07		Февраль 08	
	По объему	По количеству выпусков	По объему	По количеству выпусков
А1	61.00%	34.00%	40.31%	31.90%
А2	4.00%	14.00%	2.30%	9.48%
Б	0.00%	1.00%	0.14%	0.86%
В	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Внесписочные (ВС)	34.00%	51.00%	57.24%	57.76%

Источник: ФБ ММВБ, оценка ГК «РЕГИОН»

В соответствии с новыми Правилами размещения страховщиками средств страховых резервов, основные изменения, касающиеся рынка облигаций, произошли в требованиях к активам. В частности, отменено требование к кредитным рейтингам эмитентов (облигаций и акций), которые теперь могут отставать более чем на две ступени от суверенного рейтинга, но не могут быть ниже уровня BB-, Ba3 и BB- от одного из международных рейтинговых агентств Standard & Poor's, Moody's Investor Service и Fitch Inc соответственно. На момент вступления в силу новых правил объем разрешенных активов увеличивался более чем на 40 млрд руб. по субфедеральным облигациям (+25%) и более чем на 128 млрд руб. по корпоративным облигациям (+47%).

Как в соответствии с изменениями в нормативных актах может выглядеть на текущий момент карта разрешенных активов, отображено в Таблице 3.

Несомненно, одним из главных вопросов является доходность операций на облигационном рынке в зависимости от разрешенных активов. Как видно из Таблицы 4, существенное отличие в полученных доходах имеют облигации котировального списка А1. В то же время, индексы доходности (см. Таблицу 5) свидетельствуют об изменении ситуации, что, на наш взгляд, обусловлено наблюдаемой с середины прошлого года неблагоприятной конъюнктурой на финансовых рынках. Если еще год назад включение в котировальный список А первого уровня означало резкое снижение доходности, то после разразившегося кризиса инвесторы в большей мере стали обращать внимание на кредитное качество эмитентов.

ВЕКСЕЛЬНЫЙ РЫНОК

Согласно новым правилам размещения средств НПФ, из перечня разрешенных активов были исключены векселя. По нашим оценкам, в структуре пенсионных резервов НПФ на долю векселей могло приходиться до 20–25%, что в абсолютном выражении могло составлять порядка 80–100 млрд руб.

Если посмотреть на динамику вексельного рынка в обращении в прошлом году, то следует отметить, что в отличие от остальных

Таблица 3. Структура разрешенных активов для институциональных инвесторов на облигационном рынке

Актив	Объем рынка облигаций, млрд руб.	Резервы НПФ	Резервы страховых компаний	ПИФ	ОФБУ	Пенсионные накопления в УК и НПФ
Котировальные ЦБ, уровень А1	323	+	+	+	+	+
Котировальные ЦБ, уровень А2 и Б	291		–			–
Внесписочные ЦБ (с рейтингом не ниже BB- и Ba3 по шкале межд. агентств)	317	+ (не больше 40%)	+	+ (не больше 50%)		
Внесписочные ЦБ (без рейтинга и с рейтингом ниже BB- и Ba3 по шкале межд. агентств)	615		–			

сегментов рублевого долгового рынка, на которых наблюдался рост в пределах от 15-20% в государственных и муниципальных облигациях до почти 40% в корпоративных, объем вексельного рынка снизился. По данным Банка России, на 1 ноября 2007 года объем выпущенных банковских векселей, имеющих «рыночный» характер, составлял около 499.15 млрд руб., что на 67.11 млрд руб., или 12%, меньше, чем на начало года. Хотя, естественно, на динамику объема оказали влияние различные конъюнктурные факторы.

Таблица 4. Индексы возврата на инвестиции

	Изменение, %	
	за год	с начала 2008 г.
Корпоративные облигации		
Котировальный лист А1	6.94	0.31
Котировальный лист А2	5.26	-1.10
Котировальный лист Б	8.04	0.78
Котировальный лист ВС	8.02	0.68
Муниципальные облигации		
Котировальный лист А1	6.11	0.02
Котировальный лист А2	7.27	0.50
Котировальный лист ВС	8.06	-0.36
Федеральные облигации		
ОФЗ (справочно)	5.42	-0.32

Таблица 5. Индексы доходности

	Значение	Изменение, б.п.		Дюрация, лет
		за год	с начала года	
Корпоративные облигации				
Котировальный лист А1	9.54	259	70	1.6
Котировальный лист А2	8.55	274	26	3.1
Котировальный лист Б	10.71	224	55	1.3
Котировальный лист ВС	10.47	177	71	1.3
Муниципальные облигации				
Котировальный лист А1	7.19	68	36	2.7
Котировальный лист А2	8.49	77	45	1.5
Котировальный лист ВС	7.14	-31	0	2.8
Федеральные облигации				
ОФЗ (справочною)	6.31	8	15	4.0

В соответствии с новым приказом Минфина РФ, вступившим в силу в августе 2007 года, в списке разрешенных для покрытия страховых резервов активов отдельной строкой были выделены векселя банков. При этом доля таких векселей может составлять до 50% страховых резервов. Правда, лишь в том случае, если банки-эмитенты имеют рейтинг одного из международных рейтинговых агентств: Standard & Poor's, Moody's Investor Service и Fitch Inc не ниже уровня BB-, Ba3 и BB- соответственно — или рейтинг одного из российских рейтинговых агентств категории (класса), соответствующей уровню удовлетворительной кредитоспособности финансовой надежности. При этом до 20% резервов могут составлять банковские векселя, эмитенты которых не имеют рейтинга, но имеют лицензию на осуществление банковских операций. Кроме того, до 10% в страховых резервах могут составлять векселя организаций (за исключением банков), имеющие вышеуказанные кредитные рейтинги. В настоящий момент среди российских кредитных организаций международные и приравненные к ним рейтинги имеют более 40 банков, примерно у половины из них есть векселя в обращении.

Тем не менее, существенного роста активности страховых компаний на вексельном рынке в прошлом году замечено не было. Возможно, это связано с необходимостью дополнительного времени, например, для переоформления инвестиционных деклараций. Кроме того, не исключаем, что страховые компании могли воспользоваться новыми возможностями для покупки векселей аффилированных кредитных организаций. Кроме того, во второй половине прошлого года на долговом рынке была крайне неблагоприятная конъюнктура, а ставки на вексельном рынке были непривлекательны.

Таким образом, в течение прошлого года органы государственной власти своими решениями, с одной стороны, способствовали возможному «выводу» средств институциональных инвесторов с вексельного рынка, а с другой — увеличили потенциальный спрос на векселя, который можно оценить в объеме не менее 100 млрд руб.