Александр Ермак,
главный аналитик долговых рынков, ГК «РЕГИОН»

Затянувшийся кризис «ОЖИВИЛ» вексельный рынок

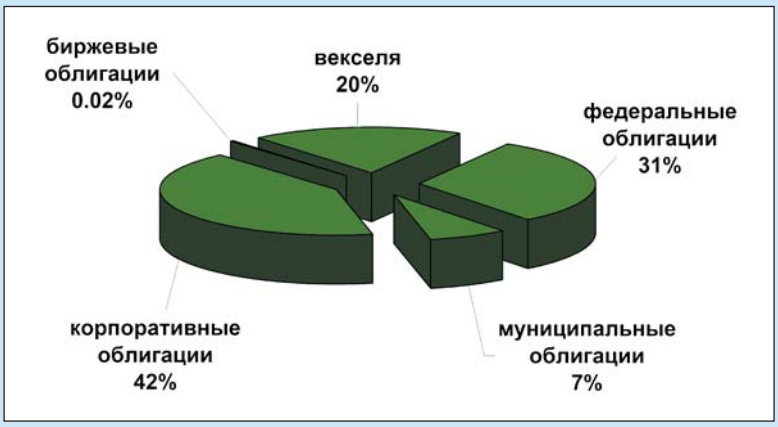
ПОСЛЕДНИЕ МЕСЯЦЫ 2007 ГОДА И ПЕРВАЯ ПОЛОВИНА 2008 ГОДА БЫЛИ ОТМЕЧЕНЫ РОСТОМ АКТИВНОСТИ УЧАСТНИКОВ ВЕКСЕЛЬНОГО РЫНКА. В УСЛОВИЯХ КОГДА РЫНОК ЕВРООБЛИГАЦИЙ ФАКТИЧЕСКИ БЫЛ ЗАКРЫТ ДЛЯ РОССИЙСКИХ ЗАЕМЩИКОВ, НА РЫНКЕ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПЕРИОДИЧЕСКИ НАБЛЮДАЛИСЬ ДОЛГИЕ «ПАУЗЫ» В ПЕРВИЧНЫХ РАЗМЕЩЕНИЯХ, А СИНДИЦИРОВАННЫЕ КРЕДИТЫ ОСТАЛИСЬ ДОСТУПНЫ ТОЛЬКО ДЛЯ КРУПНЕЙШИХ РОССИЙСКИХ БАНКОВ И КОМПАНИЙ, ВЕКСЕЛЬ ОСТАВАЛСЯ ФАКТИЧЕСКИ ЕДИНСТВЕННЫМ ИНСТРУМЕНТОМ ПРИВЛЕЧЕНИЯ РУБЛЕВОГО ПУБЛИЧНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ДЛЯ ДОСТАТОЧНО ШИРОКОГО КРУГА ЗАЕМЩИКОВ.

При этом 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.

ОБЪЕМНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ РЫНКА

По нашим оценкам, вексельный рынок попрежнему уступает рынку корпоративных и федеральных облигаций по объему, занимая порядка 20% от общего объема рублевого долгового рынка против 43% и 32% по облигациям соответственно (см. График 1).

График 1. Структура рублевого долгового рынка на 01.07.2008
Источник: Банк России, ФБ ММВБ, оценка ГК «РЕГИОН»



Вместе с тем, об «оживлении» вексельного рынка свидетельствуют, в первую очередь, цифры, характеризующие изменения объемов в обращении и динамику оборотов торгов.

Так, по нашим оценкам, с середины 2007 года (фактически с начала проявления кризисных явлений на российском финансовом рынке) объем вексельного рынка в обращении вырос на 47% и составлял по итогам первого полугодия 2008 года порядка 700 млрд руб. Рост за аналогичный период рынка корпоративных облигаций составил около 33% (порядка 1 497 млрд руб. по номиналу), рынка субфедеральных облигаций — порядка 29%, федеральных облигаций — порядка 12% (см. График 2).

После некоторого сокращения (-5%) вексельного рынка в первой половине 2007 года во второй половине прошлого года был зафиксирован его рост на 16%, а в текущем году темпы роста были еще выше (+21%) (см. График 3).

Что касается оборотов торгов, по нашим оценкам, рост среднедневного показателя в первой половине 2008 года составил не менее 15–20% относительно прошлого года в целом, а в абсолютном выражении он достигал 18–20 млрд руб. в день. На рынке корпоративных облигаций среднедневной оборот вырос по сравнению с 2007 годом на 7% до 16.1 млрд руб. По субфедеральным и федеральным облигациям оборот снизился в первой половине 2008 года на 11% и 45% до 2.45 и 1.05 млрд руб. соответственно.

Нельзя не отметить, что направленность и темпы движения вексельного рынка попрежнему определяются коммерческими банками. Доля банковских векселей в общем объеме рынка сохраняется, по нашим оценкам, на уровне порядка 91–93% (см. График 4).

Структура выпущенных векселей банками в течение последних полутора лет остается достаточно стабильной (см. График 5). Вместе с тем, можно отметить постепенный рост доли векселей с погашением от одного года до трех лет с 28% в начале 2007 года до 44% на середину 2008 года при одновременном снижении доли векселей с погашением от 6 месяцев до года — с 37% до 29% соответственно. Кроме того, в конце 2007 года можно отметить краткосрочный «рост» доли коротких векселей (3–6 месяцев) до 12% против 6% в начале 2007 года и 7% в середине 2008 года.

Промышленными предприятиями, как показала практика последних 6–9 месяцев, вексель успешно использовался как инструмент бридж-финансирования (взамен бридж-кредитов) при прохождении оферт по досрочному выкупу облигаций.

График 2. Объем на 01.07.2008 и темпы роста за год секторов рублевого долгового рынка

Источник: Банк России, ФБ ММВБ, оценка ГК «РЕГИОН»

График 3. Объемы и темпы роста вексельного рынка

Источник: оценка ГК «РЕГИОН»

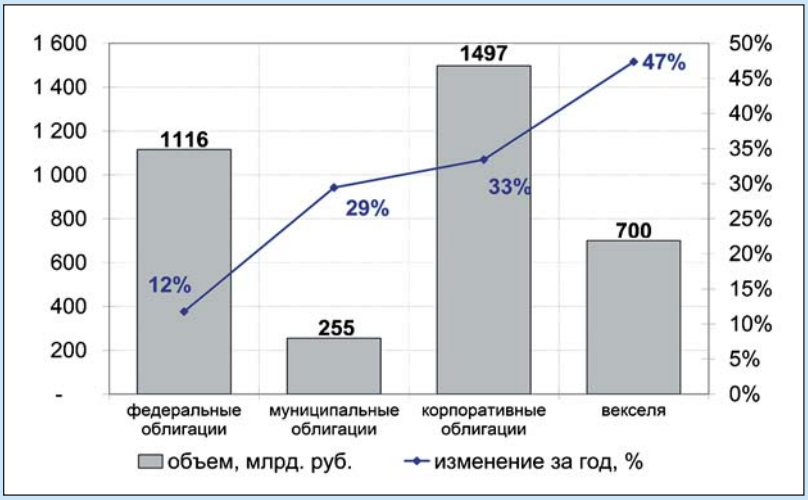


График 4. Доля банковских векселей в общем объеме рынка

Источник: оценка ГК «РЕГИОН»

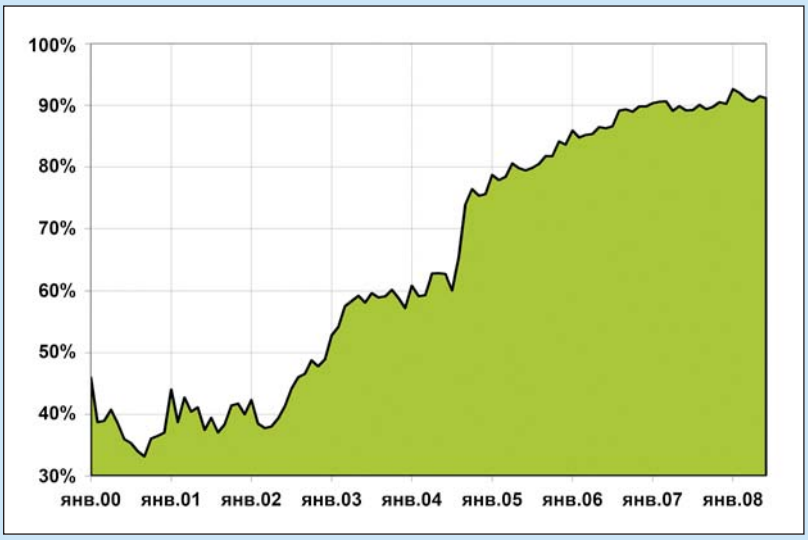


График 5. Структура рынка банковских векселей

Источник: Банк России, расчеты ГК «РЕГИОН»

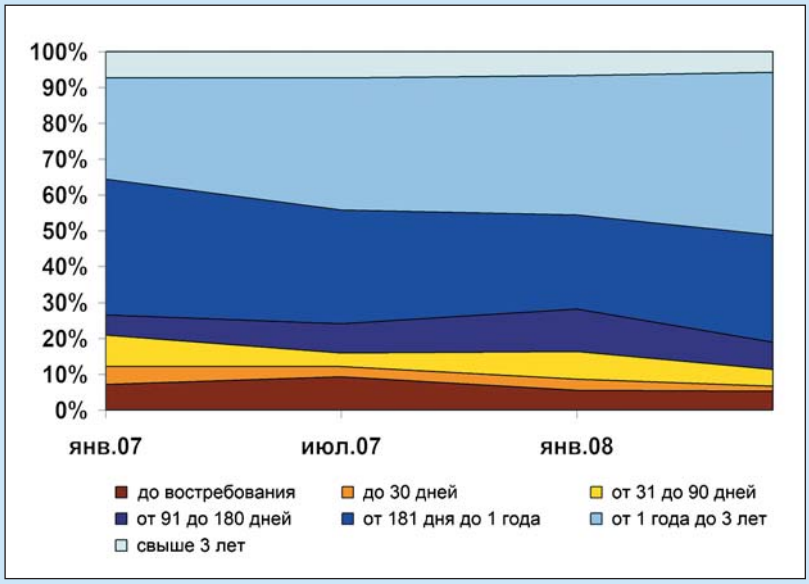
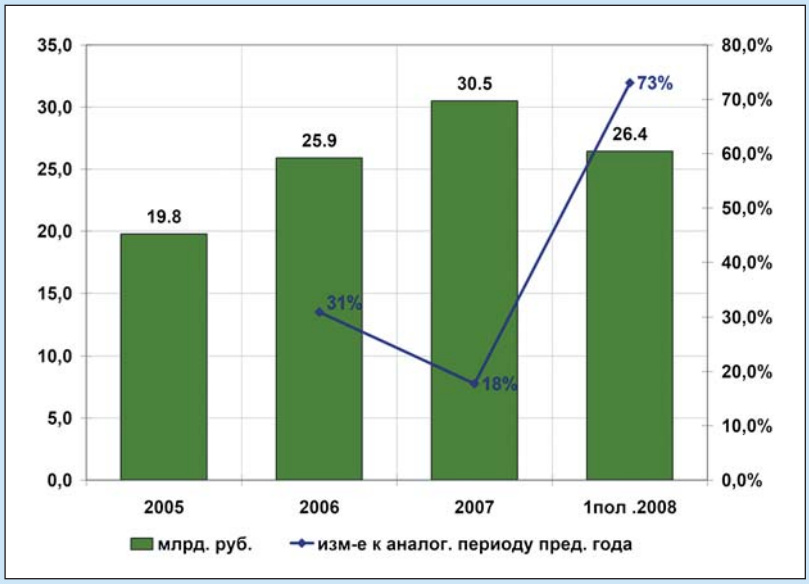


График 6. Объем публичных вексельных программ (некредитные организации)

Источник: агентство Cbonds



Интерес к такой форме предоставления бридж-финансирования со стороны инвестиционных банков и компаний 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 следующем: выпуск векселей может быть организован в кратчайшие сроки и больших объемах; 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 крайне мере второй половины 2008 года существенного улучшения конъюнктуры ожидать вряд ли стоит, и объем выпусков, по которым предстоит выкуп по оферам, составляет не менее 300 млрд руб., можно ожидать увеличение объемов рефинансирования облигационных займов за счет векселей.

Кроме того, мы видим, что достаточно широкую практику получает краткосрочное финансирование за счет выпуска векселей со стороны компаний, ранее разместивших и имеющих в обращении собственные облигации. Известность на долговом рынке, обязательность раскрытия информации в соответствии с законодательством, более высокий уровень ставок при более коротких сроках относительно облигаций, наличие неудовлетворенного спроса со стороны инвесторов (наличие больших открытых лимитов на эмитента и ограниченный объем облигаций) — все это предопределяет «успешность» этих вексельных заимствований.

Подтверждением этого могут служить результаты рейтингов организаторов публичных вексельных программ некредитных организаций, подготавливаемых агентством Cbonds. Согласно рейтингу, объем публичных вексельных программ в первом полугодии 2008 года составил более 26.4 млрд руб., что на 73% и 74% выше показателя первой и второй половины 2007 года соответственно (см. График 6). Характерной особенностью рейтинга стало существенное сокращение количества организаторов (с 26–28 организаций в 2005–2006 гг. до 17 в 2007 г. и 10 в первом полугодии 2008 г.) и сохранение высокой консолидации рынка (на долю трех ведущих организаторов пришлось более 80% займов).

КОНЪЮНКТУРА РЫНКА

В течение рассматриваемого периода тенденции на вексельном рынке были разнонаправлены, хотя в целом совпадали с общей динамикой процентных ставок рублевого долгового рынка (см. График 7).

В октябре–декабре 2007 г. потребность в дополнительном финансировании привела к повышению коммерческими банками ставок по своим векселям, которое составило только по первому эшелону порядка 1.5–2 п.п., обеспечив тем самым спрос со стороны инвесторов. При этом одним из первых был Сбербанк РФ, пошедший на повышение ставок при выписке более чем 1–1.25 п.п.

С началом нового года и ростом рублевой ликвидности интерес к векселям усилился за счет формирования новых инвестиционных портфелей более широким кругом инвесторов, что уже в течение первого месяца привело к снижению ставок в пределах 0.5–1.5 п.п. Однако уже

начиная с февраля долговой рынок вновь оказался под влиянием неблагоприятной конъюнктуры (см. График 8). Наряду с сохраняющимися внешними негативными факторами, связанными с «ипотечным» кризисом в США, на первое место вышли внутренние. Прежде всего, к ним можно отнести повышение ставки рефинансирования (и остальных ставок кредитования банковской системы) Банком России в рамках борьбы с инфляцией, впервые осуществленное в начале февраля, а затем продолженное в апреле, июне и июле текущего года. Всего за неполных шесть месяцев ставки были подняты на 1 п.п. Кроме ожиданий дальнейшего роста процентных ставок на фоне высокой инфляции и мер, принимаемых Банком России для борьбы с ней, у инвесторов возникли опасения относительно возможных проблем с ликвидностью (в связи с изменением порядка уплаты НДС, оттока средств нерезидентов и т.п.). В середине апреля был зафиксирован очередной пик роста ставок на вексельном рынке (по годовым векселям Сбербанка РФ доходность достигала 9.75% годовых, что на 100–125 б.п. выше уровня пиковых осенних значений), после которого в течение двух-трех месяцев ситуация несколько нормализовалась на фоне относительно спокойного прохождения налоговых платежей, укрепления рубля, роста рублевой ликвидности (в том числе за счет притока средств нерезидентов).

С середины июля после очередного повышения ставки рефинансирования Банком России рублевый долговой рынок оказался под давлением валютного рынка, где наметилось ослабление курса рубля относительно доллара, который, надо отметить, начал свое укрепление относительно всех основных мировых валют. В начале августа ситуация ухудшилась на фоне военного конфликта на Кавказе и ухудшения отношений между Россией и западными странами.

Неблагоприятный период для вексельного рынка характеризовался не только ростом процентных ставок, но и существенным изменением временной структуры спроса, который смещался в пользу более «коротких» бумаг (в первую очередь, в бумаги с погашением до конца текущего года).

График 7. Индексы доходности долгового рынка ГК «РЕГИОН», % годовых

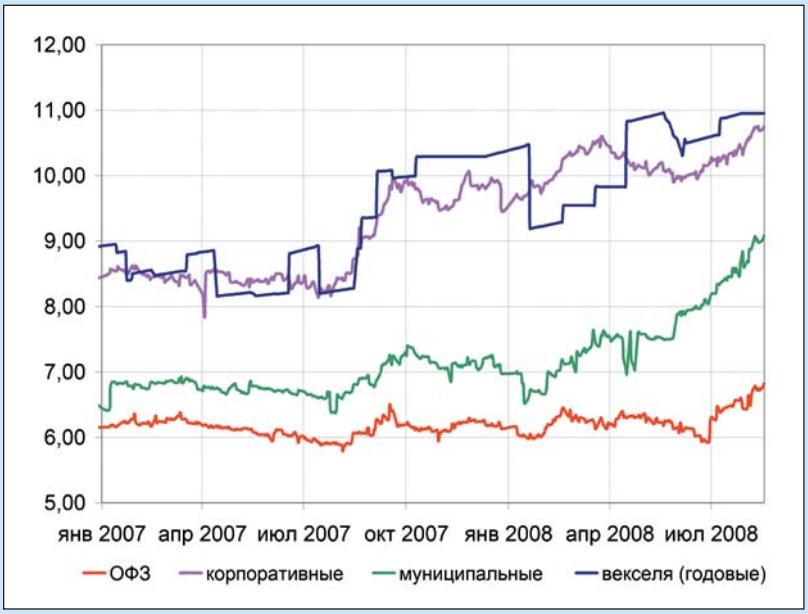
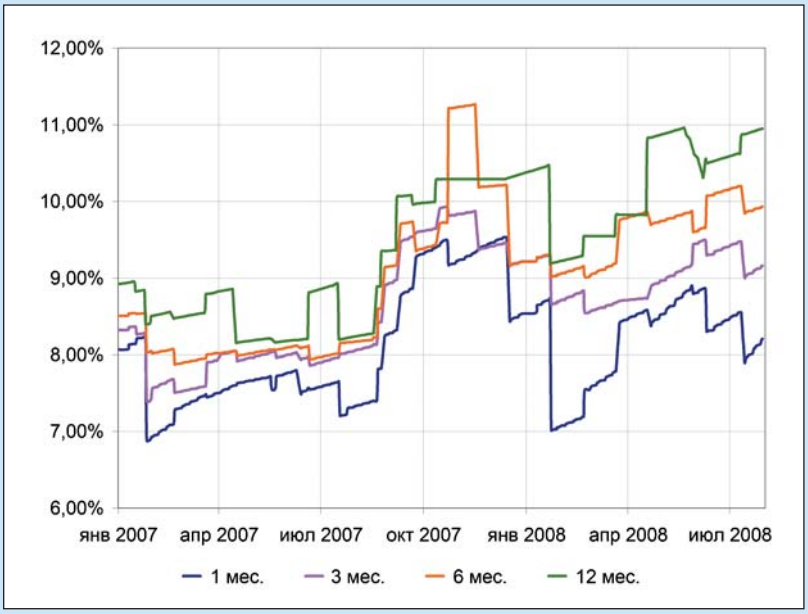


График 8. Вексельные индексы RUX-РЕГИОН, % годовых



ПЕРСПЕКТИВЫ РЫНКА

В условиях сохранения неопределенности на финансовых рынках и роста потребности рефинансирования существующей задолженности можно ожидать сохранение спроса со стороны банков и компаний на краткосрочные заимствования, в том числе посредством выпуска векселей. Вместе с тем, мы не исключаем возможности снижения спроса со стороны инвесторов в условиях роста риска непогашения задолженности, несмотря даже на дальнейшее повышение процентных ставок как на всем долговом рынке в целом, так и на вексельном в частности. Можно ожидать дальнейшего повышения роли анализа платежеспособности и ликвидности каждого конкретного заемщика (наряду, естественно, с оценкой ситуации в отдельной отрасли и экономике в целом) при решении инвесторами вопроса о вложении в тот или иной предлагаемый инструмент. Таким образом, можно говорить о наличии предпосылок как для дальнейшего роста активности на вексельном рынке, так и ее снижения и стагнации.