



Александр Ермак
директор департамента аналитических
исследований ИГ «РЕГИОН», эксперт АУВЕР

ВЕКСЕЛЬНЫЙ РЫНОК: ТЕКУЩЕЕ СОСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВЫ

С момента последних публикаций по вопросам вексельного рынка прошло достаточно времени. События, происшедшие на рынке за этот период, нашли отражение в данной статье.

СТРУКТУРА РОССИЙСКОГО РУБЛЕВОГО ДОЛГОВОГО РЫНКА

С начала 2004 г. суммарный объем российского рынка рублевых долговых инструментов вырос на 35% и на начало ноября 2004 г. составил около 1,26 трлн руб. по номиналу. При этом на долю государственных (федеральных) ценных бумаг приходится около 40%; их объем в обращении вырос на 56% и на начало ноября составил более 492 млрд руб. по номиналу. В то же время заметно активизировались и субъекты Российской Федерации, хотя их доля в общем объеме пока невелика — около 10%, а суммарный объем займов в обращении — около 120 млрд руб. Рынок корпоративных облигаций с начала 2004 г. увеличился на 40% и на начало ноября составил около 225 млрд руб. по номиналу.

Вторым по объему в обращении на долговом рынке (и по-прежнему первым на рынке корпоративного долга) является рынок векселей, доля которого оценивается приблизительно в 33%, а его объ-

ем — в 420–440 млрд руб. (оценка объема рыночных, т. е. публично обращающихся векселей) (рис. 1). Следует отметить, что летний банковский «кризис доверия» оказал негативное влияние прежде всего на вексельный рынок, при том что банки выступают, и как основные операторы данного рынка и как векселедатели (их доля — около 70%). Таким образом, с начала 2004 г. прирост рынка векселей составил приблизительно 15%.

КОНЪЮНКТУРА РЫНКА В СЕНТЯБРЕ—НОЯБРЕ 2004 Г.

С сентября наблюдается улучшение конъюнктуры вексельного рынка: доходность продолжает снижаться, активность инвесторов расти. Правда, следует отметить, что такая ситуация была зафиксирована практически на всех сегментах рублевого долга (за исключением рынка федеральных облигаций, на котором ставки находятся на таком низком уровне, что практически не реагируют на изменение

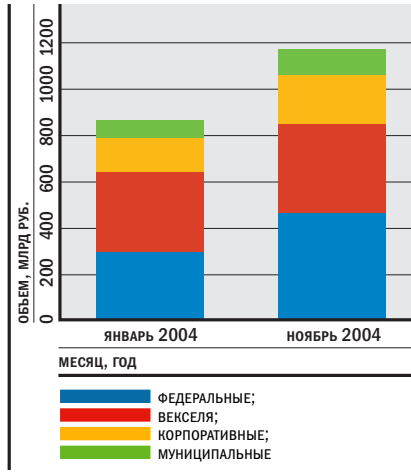
внешней среды) (рис. 2). Основными причинами установления положительных тенденций на долговом рынке стали: резкое ослабление курса рубля по отношению к доллару, рост рублевой ликвидности и снижение ставок однодневных кредитов на рынке МБК.

В последние дни августа курс доллара начал расти благодаря спекулятивным ожиданиям участников валютного рынка относительно его дальнейшего более существенного повышения в начале сентября со стороны Банка России, что стало традиционным для последних 5 мес. Однако надежды спекулянтов не оправдались, и под давлением рублевого дефицита банки начали активно продавать валюту, в результате чего курс доллара практически вернулся на уровень третьей декады августа. Дальнейшего укрепления доллара не произошло, и благодаря поддержке Банка России до конца сентября его курс колебался на отметке чуть выше 29,2 руб./доллар.

Однако уже с середины сентября при отсутствии роста курса доллара коммер-

ческие банки стали закрывать «длинные» позиции и наращивать объемы продаж. Кроме того, высокие цены на нефть обеспечивали стабильный приток валюты со стороны экспортеров — обороты по доллару на ММВБ в последние месяцы оказались в 1,5–2 раза выше среднего. В результате Банк России, который фактически был единственным покупателем валюты на рынке (о чем, в частности, свидетельствует резкий рост золотовалютных резервов (рис. 3), отказался от поддержки курса доллара, который в течение октября—нача-

Рисунок 1. СТРУКТУРА РУБЛЕВОГО ДОЛГОВОГО РЫНКА



Источник: ЦБ РФ, Минфин РФ, расчеты и оценка ГК «РЕГИОН».

ла ноября снизился более чем на 50 коп., вернувшись на уровень середины апреля 2004 г. (рис. 4). Временный отказ Банка России от политики плавного укрепления доллара, очевидно, был связан с более быстрыми, чем прогнозировалось, темпами инфляции, которая за первые 10 мес. текущего года составила 9,3%.

Активные продажи американской валюты способствовали росту рублевой ликвидности банковской системы (более 500 млрд руб. на середину ноября) и снижению ставок однодневных кредитов на рынке МБК (до уровня 0,5–1,5% годовых) (рис. 5, 6), что на фоне укрепления рубля повышало инвестиционную привлекательность рублевых долговых инструментов. Кроме того, в начале октября 2004 г. агентство *Moody's Investors Service* приняло решение о позитивном прогнозировании рейтинга долга России в иностранной и национальной валютах благодаря значительному улучшению макроэкономических показателей и проведению эффективной бюджетной и кредитно-денежной политики. В результате темпы роста цен на рынке муниципальных и корпоративных облигаций, а также на вексельном рынке существенно увеличились.

Снижение средней доходности на вексельном рынке за 2,5 мес. (с начала сен-

тября) составило 120–160 б. п. В середине ноября векселя «первого эшелона» (к которым следует отнести прежде всего государственные банки — Сбербанк РФ, ВТБ) торговались в пределах 5–6,5% годовых (срок обращения — 1–6 мес.). Векселя банков «второго эшелона» котируются на уровне 6,5–10% годовых (1–12 мес.), «третьего эшелона» — от 10–12% годовых и выше (рис. 7). В то же время следует отметить, что рынок постепенно расширяется, однако спрос на векселя «третьего эшелона» по-прежнему остается на доста-

точно низком уровне (особенно это относится к корпоративным ценным бумагам).

Что касается ближайшей перспективы, то высокий уровень рублевой ликвидности может сохраниться как минимум до конца текущего года, поэтому существенного изменения конъюнктуры вексельного рынка ожидать не следует. Хотя, конечно, возможно снижение активности инвесторов в периоды крупных налоговых платежей или окончания отчетных периодов. Наличие относительно широких спредов между доходностью «первого» и «второго»—«третьего

Рисунок 2. СРЕДНЯЯ ДОХОДНОСТЬ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ И ВЕКСЕЛЕЙ

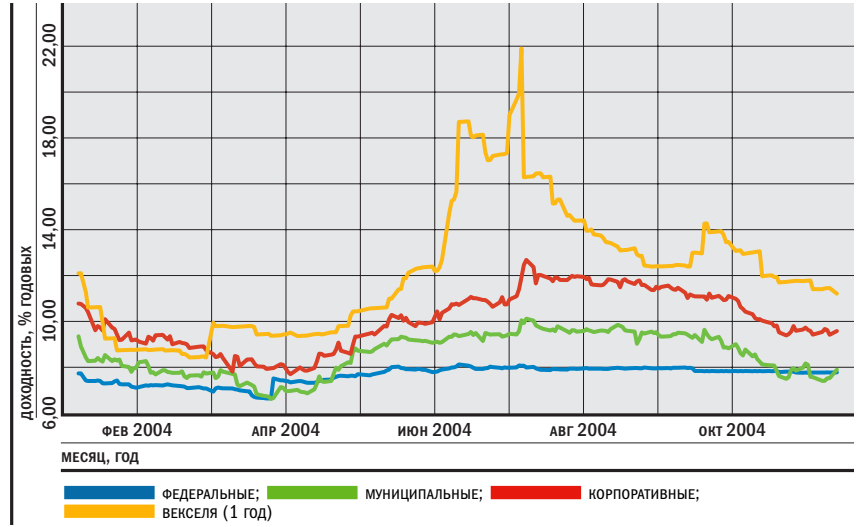


Рисунок 3. ОБЪЕМ ЗОЛOTOВАЛЮТНЫХ РЕЗЕРВОВ РФ В 2004 Г.

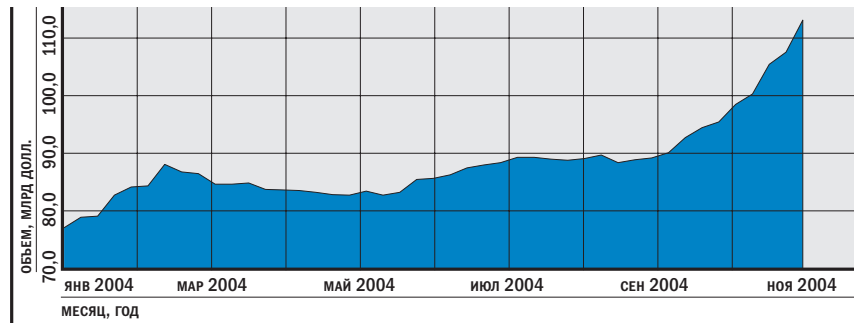
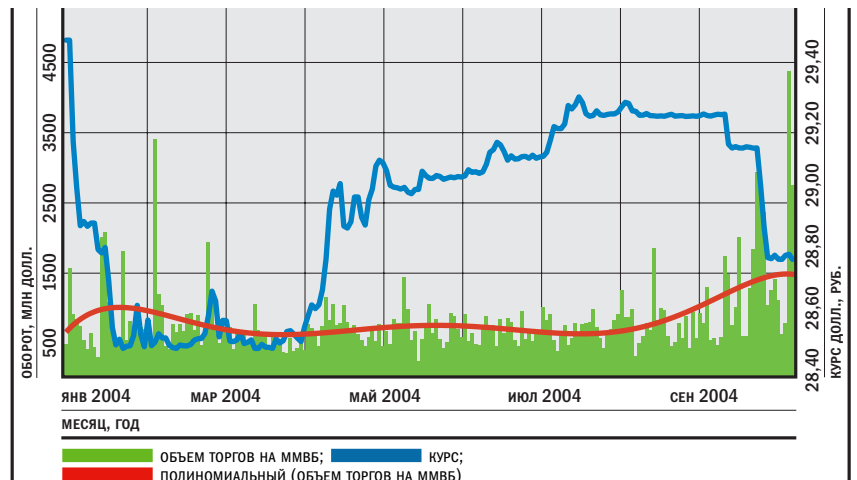


Рисунок 4. ОФИЦИАЛЬНЫЙ КУРС ДОЛЛАРА И ОБОРОТОВ ТОРГОВ НА ММВБ В 2004 Г.

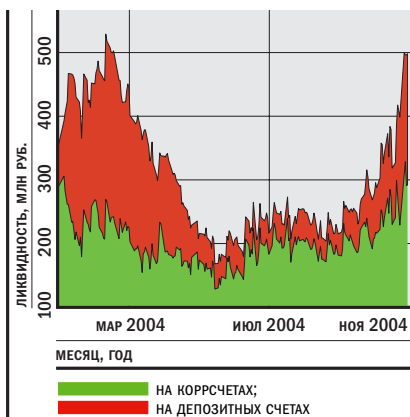


эшелонов» говорит о потенциальной возможности снижения котировок по последним. Ставки при выпуске векселей банков первого круга и наиболее ликвидных векселей второго круга ниже, чем ставки вторичного рынка, что будет стимулировать спрос инвесторов на вторичном рынке.

ПЕРСПЕКТИВЫ ВЕКСЕЛЬНОГО РЫНКА

Говоря о перспективах вексельного рынка, нельзя не отметить, что в настоя-

Рисунок 5. РУБЛЕВАЯ ЛИКВИДНОСТЬ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЫ В 2003–2004 ГГ.



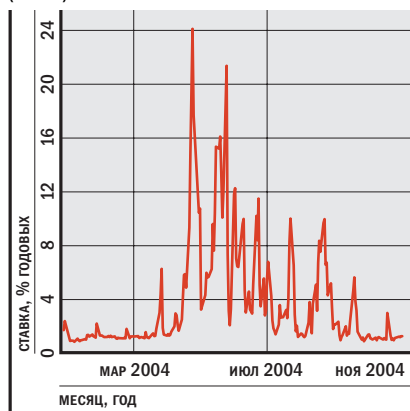
щее время спрос на векселя по-прежнему ограничен относительно небольшим списком крупнейших банков и промышленных компаний. Тем не менее развитие практики выпуска векселей с целью привлечения краткосрочных денежных средств, несомненно, будет продолжаться благодаря определенным преимуществам компаний-векселедателей по сравнению с традиционным банковским кредитованием или выпуском облигационных займов (об этом было немало сказано и написано, поэтому вряд ли следует повторяться).

Один из факторов, снижающих привлекательность векселя и повышающих риски для инвестора, — недостаточная информационная прозрачность векселедателя. Хотя в последнее время все больше векселедателей, особенно впервые выходящие на рынок, а также организаторы их вексельных программ предоставляют информацию о своей деятельности и финансовом положении, гарантии, что они будут делать это в полном объеме и регулярно, пока нет. В связи с этим определенным преимуществом на рынке могут пользоваться векселя компаний, разместивших собственные облигации, а также тех, для которых регулярное раскрытие информации становится необходимым условием их деятельности.

Если раньше при размещении ценных бумаг целью являлась необходимость заявить о компании публично, со-

здать кредитную историю (нередко это происходило с одновременным отказом от вексельных программ, считавшихся первым этапом программы внешнего финансирования компании, окончательный этап — IPO), то в настоящее время перед любой компанией стоит задача эффективного управления собственным долгом с использованием всех возможных инструментов финансового рынка. По мере развития облигационного рынка (рост объема единовременного заимствования, повышение ликвидности,

Рисунок 6. СТАВКИ ОДНОДНЕВНЫХ КРЕДИТОВ (МИАСР) В 2004 Г.

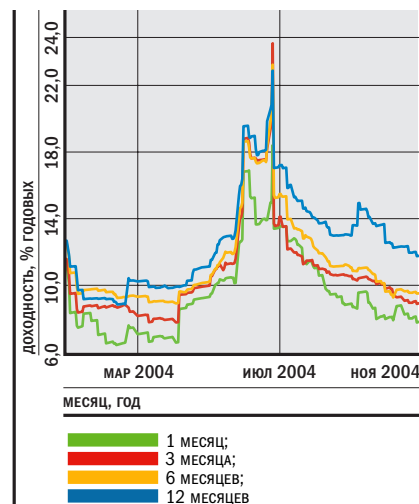


увеличение сроков обращения) облигации становятся инструментом, с помощью которого можно осуществлять долгосрочные инвестиции. Однако инвестиции — не единственная проблема, стоящая перед компанией. Существуют потребности в дополнительных денежных средствах для текущей деятельности предприятия, но удовлетворение этих потребностей за счет долгосрочных облигационных займов вряд ли целесообразно. В настоящее время наиболее распространенный способ пополнения оборотных средств предприятия — банковское кредитование, объем которого на 1 сентября 2004 г., по данным Банка России, составляет более 1,96 трлн руб., из которых более 68% приходится на срок до 1 года.

В качестве одного из возможных инструментов фондового рынка, хотелось бы упомянуть коммерческие бумаги, которые предоставляют эмитентам возможность оперативно привлекать краткосрочные денежные средства. Но, к сожалению, несмотря на то что проект закона уже подготовлен, конкретные сроки его принятия не определены, а заложенные в нем требования к компаниям могут существенно ограничить список тех, кто сможет выпускать данные бумаги. В настоящий момент при краткосрочном привлечении средств можно использовать, например, вексель. Выпуск вексе-

лей ничем не ограничен, а предприятия, выпустившие облигации, и инвесторы получают определенные преимущества. Для предприятия это возможность на основе публично торгуемых облигаций устанавливать более справедливую цену на вновь выпускаемые векселя, оперативно регулировать свою долговую нагрузку и т. д. Для инвесторов прежде всего снимается одна из главных проблем вексельного рынка — непрозрачность эмитента, а также снимаются вопросы, связанные с невозможностью

Рисунок 7. ВЕКСЕЛЬНЫЕ ИНДЕКСЫ «РУХ-РЕГИОН» В 2004 Г.



получать финансовую отчетность на регулярной основе.

Выпуск облигационного займа следует рассматривать не как конечную цель в деятельности компаний на финансовых рынках, а как своеобразное начало (или продолжение) этой работы с целью получения возможности одновременного использования всех инструментов фондового рынка. Облигационный рынок может способствовать развитию вексельного рынка, и говорить о конкуренции между этими сегментами долгового рынка можно лишь условно, так как заимствования путем выпуска облигаций и векселей решают абсолютно разные задачи, стоящие перед предприятием или банком. Таким образом, правомерно говорить о качественно новом этапе в развитии рынка корпоративного долга, так как предприятия фактически получают дополнительную возможность использования простого механизма привлечения средств с рынка капитала, а участникам фондового рынка предоставляется более безопасный (с точки зрения оценки кредитного риска векселедателя и возможности мониторинга его финансового состояния) инструмент для краткосрочных вложений. ■