



Интервью с аналитиком  
ООО «ИК Велес Капитал»  
Иваном Манаенко

## О ЛИКВИДНОСТИ ВЕКСЕЛЬНОГО РЫНКА

Основным фактором, влияющим на вексельный рынок, является уровень рублевой ликвидности. Таким образом, в ближайшем будущем привлекательность этого сегмента фондового рынка будет зависеть от уровня ликвидности. Именно этой теме посвящена наша беседа.

**РЦБ** Иван Алексеевич, сегодня инвесторы проявляют огромный интерес к вексельному рынку. Хотелось бы узнать, какие факторы в настоящий момент оказывают наибольшее влияние на ликвидность самого вексельного рынка?

**И. М.** Ликвидность вексельного рынка во все времена определялась количеством свободных денег, прежде всего в банковской сфере. Поэтому основным фактором, определяющим ликвидность этого рынка, можно назвать размер остатков коммерческих банков на корсчетах в ЦБР. Практически при любой макроэкономической ситуации свободная рублевая масса, скапливающаяся на рублевых счетах кредитных организаций, будет оказывать давление на банки и вынуждать их вкладывать эти средства. При этом банковские активы должны оставаться достаточно ликвидными. При всем богатстве выбора альтернатив векселям у банков не так уж много. Подобную ситуацию можно было наблюдать

прошлым летом: как только остатки на корсчетах начали расти, стала восстанавливаться и рублевая ликвидность вексельного рынка.

Впрочем, применять термин «ликвидность» к вексельному рынку в целом без рассмотрения положения дел в отдельных его секторах не совсем корректно. Гораздо более правильным будет рассмотреть рынок, поделив его на отдельные сегменты или, как принято их называть, «эшелоны». В таком случае, помимо фактора количества свободных рублей, появляется элемент доверия к векселедателю, выраженный в размере выделяемых на него лимитов. Надо сказать, что после летнего кризиса данный фактор стал определяющим. Соответственно, «первый эшелон», в который входят наиболее крупные отечественные банки, всегда был и, пожалуй, останется самым ликвидным сегментом рынка, так же как и векселя банков «второго эшелона» будут более востребованными, чем бумаги «третьего и четвертого эшелонов».

Таким образом, можно констатировать, что ликвидность вексельного рынка в настоящий момент довольно высокая, однако по сравнению с началом 2004 г. окончательного восстановления не произошло, поскольку практически нет рынка бумаг «четвертого эшелона», а ликвидность векселей «третьего эшелона» восстановилась лишь наполовину.

**РЦБ** В последнее время о рынке коммерческих бумаг ведется много разговоров. Как Вы оцениваете потенциал этого рынка? Каким образом он может повлиять на рынок векселей?

**И. М.** В последние два года можно наблюдать стремление традиционных участников вексельного рынка к переходу на более цивилизованный облигационный рынок. Пока большинство из них стремятся сочетать игру на двух рынках в силу разности сроков обращения и условий выпуска облигаций и векселей. В то же время ужесточение надзора Центробанка за деятельностью коммерческих банков — основных участников вексельного рын-

ка – вынуждает кредитные организации повышать качество своих активов. Если ФСФР удастся реализовать идею введения в обращение коммерческих бумаг таким образом, каким это было первоначально задумано, то появление данного инструмента, безусловно, ускорит процесс перехода. Ведь одна из целей введения коммерческих бумаг – желание предоставить рынку краткосрочный инструмент, одновременно обладающий всеми достоинствами векселя и лишенный его основных недостатков. Соответственно, к достоинствам можно отнести более простую по сравнению с облигациями процедуру эмиссии и более короткий срок обращения. Основными преимуществами коммерческой бумаги станет наличие бездокументарной формы обращения, что позволит исключить элементарную подделку векселей и различного рода криминальные аферы, а также более четкое регулирование данного сегмента долгового рынка на законодательном уровне.

Однако даже если рынок коммерческих бумаг появится уже в следующем году, то это отнюдь не будет означать прекращение существования вексельного рынка. Скорее всего, в коммерческие бумаги будет реинвестировано около 60–70% тех средств, которые обращаются сегодня на вексельном рынке, причем этот процесс растянется как минимум на 1,5–2 года. В своих расчетах мы практически не затрагиваем ту часть векселей, которые обращаются вне рынка в рамках различных зачетных схем. Хотя в конечном счете вексельный рынок должен будет ощутимо уменьшиться в размерах.

**РЦБ** Что, по Вашему мнению, влияет на активность инвесторов на вексельном рынке? Какие специфические циклы ему присущи?

**И. М.** Если рассматривать инвесторов в классическом понимании это термина, то в отношении вексельного рынка они руководствуются теми же основными принципами, что и при взгляде на любые другие сегменты фондового рынка. Главное – текущий уровень ставок и долгосрочная перспектива изменения цен векселей, определяющих потенциальную доходность вложения в данный сегмент. Следует подчеркнуть, что специфической чертой вексельного рынка является отсутствие возможности зарабатывать на падающем рынке. Учитывая взаимосвязь рынков, инвестор при принятии решения будет руководствоваться структурным анализом как происходящего в российской экономике, так и основных тенденций мировой экономики. Соответственно, на его активность в том или ином сегменте рынка будет влиять сочетание факто-

ров – будь то перспективы изменения станового рейтинга или прогноз движения курса национальной валюты.

Также краткосрочное влияние на рынок оказывает размер свободной рублевой денежной массы, чрезмерный рост которой, как уже отмечалось, начинает давить на рынок из-за появления у банков необходимости инвестировать излишки средств, так как недостаток рублей вынуждает игроков сокращать свои вложения. В определенные моменты на активность инвесторов влияет происходящее на облигационном рынке. Правда, подчас можно переступить ту тонкую грань, которая отделяет мотивацию действий инвестора и спекулянта.

Что же касается специфических циклов, присущих вексельному рынку, то ранее наблюдалась довольно выраженная цикличность, связанная с приведением банками своих балансов в соответствие с нормативами ЦБР. Так, в конце каждого месяца банки активизировали продажу, что вызывало рост доходностей векселей с близкими сроками погашения, соответственно в начале следующего месяца кредитные организации выкупали бумаги обратно. Но весной этого года в связи с переходом банков на ежедневную отчетность данная цикличность почти перестала быть заметной. Пожалуй, сохранилось лишь влияние сдачи квартальных и годовых отчетов.

Другая довольно заметная особенность движения доходностей на вексельном рынке, которую можно было бы отнести к циклическому элементу, наблюдается в период относительно невысокой рублевой ликвидности и связана с необходимостью банков совершать налоговые выплаты и отчисления в ФОР. Выплата налогов, особенно таких, как НДС и налог на прибыль, требует от банков аккумуляции значительных средств, недостаток которых они вынуждены покрывать за счет продажи части ликвидных активов и кредитования через рынок МБК. В совокупности рост ставок по однодневным кредитам и активизация продавцов приводит к временному росту доходностей. В целом вексельному рынку, так же как и другим элементам фондового рынка, присущи три основных цикла: рост, период стагнации и падение. Впрочем, как показало лето 2004 г., бывают и периоды его фактически полного отсутствия.

**РЦБ** Какие основные принципы формирования вексельного портфеля Вы можете отметить?

**И. М.** Последний банковский кризис вновь напомнил участникам рынка о том, что, несмотря на близость присвоения России инвестиционного рейтинга, рос-

сийские системные риски все еще достаточно высоки. При этом вексель, по сути, является одной из наиболее рискованных ценных бумаг, так как зачастую ничем не обеспечен. Поэтому главным принципом формирования вексельного портфеля стала надежность векселедателя. Конечно, далеко не все участники рынка могут оптимально сочетать риск и доходность своих вексельных портфелей. Ведь еще одним важным моментом при формировании портфеля является стоимость фондирования. Многим игрокам, располагающим относительно дорогими заемными средствами, приходится диверсифицировать свои портфели по доходности, для того чтобы добиться оптимальной рентабельности своего бизнеса. Таким образом, портфель крупного участника рынка может сильно отличаться от структуры вложений средних и мелких игроков. Пожалуй, отдельно следует выделить личный фактор. Те или иные приоритеты, которые появлялись в результате межличностного общения, послужили своеобразной основой поведения многих участников рынка, что стало характерной особенностью вексельного рынка. Так что подчас основой для принятия инвестиционного решения могут стать деловые контакты, родственные связи или исторически сложившиеся отношения инвестора и заемщика.

**РЦБ** Как Вы оцениваете ближайшие и среднесрочные перспективы российского вексельного рынка?

**И. М.** Как мы выяснили, основной фактор, влияющий на вексельный рынок, – уровень рублевой ликвидности. Значит, краткосрочная перспектива вексельного рынка довольно радужная. До тех пор пока остатки рублевых средств на корсчетах будут расти, стоимости векселей мало что угрожает. Возможно, к концу года мы сможем наблюдать некоторый рост доходностей, что будет связано с фиксацией прибыли и пересмотром портфелей на следующий год. Несмотря на все особенности вексельного рынка, происходящее на нем является отражением тенденций облигационного рынка. При этом рыночные ставки вексельного рынка, как правило, реагируют на изменение доходностей облигаций с некоторой временной задержкой. Опираясь на такую закономерность, можно довольно точно прогнозировать движения стоимости векселей в ту или иную сторону.

Как показала практика, в нашей стране довольно сложно делать реалистичные прогнозы. Определенно сказать можно лишь одно: вексельный рынок по-прежнему будет характеризоваться большими оборотами и останется одним из наиболее емких сегментов фондового рынка. ■