Олег Гредиль,
начальник отдела анализа и оценки
ЗАО «Балтийское финансовое агентство»

Дешевая синтетика

Внутренние рублевые облигации сейчас намного дороже «синтетических эквивалентов». Спред ОФЗ к LIBOR-эквиваленту ниже, чем у облигаций Казначейства США. Что это значит и почему арбитраж не работает?

Сегодня в контексте прогрессирующей слабости доллара и крепости рубля весьма популярна торговая идея, что 6.2–6.5% от 5–15-летних ОФЗ очень интересны на фоне ~5.8% в долларах от сопоставимых по дюрации суверенных еврооблигаций РФ. Стратегия может оказаться успешной. Однако инвесторам следует заметить, что ставить на рост рубля путем покупки облигаций на внутреннем рынке РФ становится все менее эффективно. Хеджированная в доллар (или евро) кривая доходности ОФЗ сейчас значительно ниже, чем по суверенным еврооблигациям РФ. Спреды к ОФЗ по первым эшелонам корпоративных и субфедеральных долгов сейчас близки к историческим минимумам, следовательно, тезис о дороговизне широко применим и к ним.

Либерализация валютного законодательства создала дополнительный импульс для роста интереса иностранных инвесторов к российскому кредитному риску «глубже фишек», прихода иностранных посредников на российский рынок капитала и эволюции бизнес-модели местных профучастников. Эти процессы должны вести к укреплению роли своп-ставок рубля в ценообразовании рублевых долгов, закреплению за ними функции бенчмарка аналогично ситуации на зрелых рынках капитала. Похоже, что пока мы все еще в начале пути. Последние недели котировки ОТС-брокеров показывают, что контрагенты готовы платить и получать в рублях 6.6% и 6.7% в год в валютном свопе против LIBOR в долларах в течение 5 лет и 7.1% и 7.2% в течение десяти. Покупка еврооблигаций России-18 принесет 35–40 б.п. к LIBOR-эквиваленту («Z-спред»), защита от дефолта (по еврооблигациям) РФ посредством долларового CDS на пять и десять лет стоит около 40 б.п. и 60 б.п. в год соответственно.

Получается, что синтетическая рублевая доходность суверенных еврооблигаций РФ соответствует по меньшей мере 7.0% (своп 6.6% + спред 0.4%) на пять лет и 7.6% (своп 7–7.1% + спред 0.5–0.6%) на десять лет. Теоретическая премия рублевого CDS (при прочих равных) должна быть немного выше, чем у долларового, из-за больших ставок дисконтирования положительной части ожидаемого спектра выплат и тесной корреляции рублевых ставок и суверенного кредитного риска РФ. Напомню, ОФЗ26199 (погашение в июле 2012 г.) торгуется около 6.1%, а популярные ОФЗ 46018 (погашение в августе 2016 г.) — чуть над 6.3%. Таким образом, рублевый спред еврооблигации-ОФЗ превышает 90 б.п. для пятилетней срочности и 120 б.п. для десятилетней. Более того, получая в свопе примерно 7.15% в течение десяти лет, вы можете купить защиту от суверенного дефолта РФ за 60 б.п. в год, что снизит чистую доходность позиции до 6.55% (7.15–0.6%), но позволит рассчитывать на компенсацию в 30–40% номинала, если, например, Минфин РФ реструктуризирует долг на невыгодных условиях. ОФЗ же предлагают только 6.3%. Зачем же нерезиденту, в том числе азиатскому Центробанку, покупать ОФЗ, когда на рынке доступен рублевый риск AAA/AA, несущий на 70 б.п. больше?

Если вам удастся встроить в сделку своп по ставкам близко к вышеупомянутым, то покупка еврооблигаций РФ, финансируемая продажей ОФЗ, будет очень похожа на арбитраж. Сделка не сработает, только если РФ допустит дефолт или невыгодную реструктуризацию по своим еврооблигациям, но полностью рассчитается в срок с ОФЗ. Впрочем, практика иногда расходится с теорией, особенно на отдельных промежутках времени. С начала марта ставка десятилетних свопов выросла на 25 б.п. (с 6.85%), а ОФЗ46017 (погашение в августе 2016 г.) потеряли 20 б.п. (с 6.55%). То есть при вступлении в сделку в начале марта обе ее «ноги» показывали бы текущий убыток (проданные ОФЗ подорожали, купленные свопы подешевели). На мой взгляд, это обстоятельство свидетельствует о том, что локомотивом весеннего ралли цен в долгосрочных рублевых облигациях все-таки был спрос местных операторов рынка. Хотя обильные покупки рублевых облигаций нерезидентами были очевидны, по-видимому, их гораздо больше интересовал местный кредитный риск, в то время как аппетит на процентный/валютный риск рубля в сегменте 3 года и больше был весьма умерен. Хедж этих рисков после покупки рублевых облигаций предполагает стремление платить фиксированную ставку рубля в свопах, что равноценно

продаже рубля на дальних форвардах и гармонирует с наблюдающимся повышением наклона своп-кривой (дрейфом среднесрочных своп-ставок вверх при стабильных или даже снижающихся краткосрочных ставках).

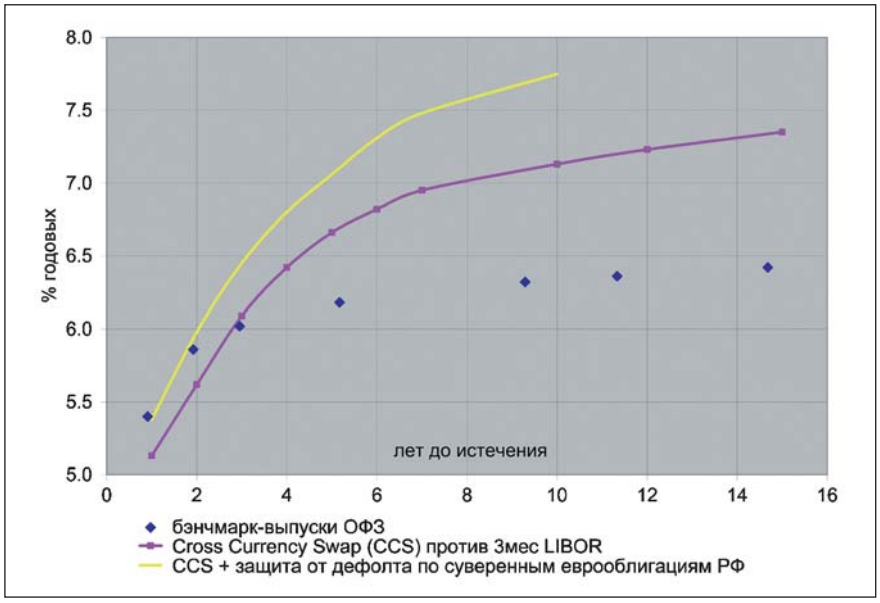
Ситуация с относительной дешевизной свопов и соответственной дороговизной ОФЗ в пятилетнем и более дальнем сегменте срочности представляется весьма интересной. Прежде чем делать прогноз ее развития, необходимо выяснить, что может мешать такому «арбитражу» (все же в кавычках). Очень часто теория плохо работает из-за транзакционных издержек. Думаю, рассматриваемый случай — не исключение. В условиях режима расчетов Т0 с полным предварительным депонированием поддержание короткой позиции по ОФЗ затруднено. И при первоначальной спот-продаже занятых посредством РЕПО ОФЗ, и в дни рефинансирования обязательств по поставке выпусков новыми РЕПО необходимо заводить деньги в торговую систему, что для большинства участников рынка ведет к дополнительным платным заимствованиям. Если пользоваться двухнедельным РЕПО, понадобится 26 займов овернайт в году, что при ставке 6% годовых может «съесть» до 50 б.п. спреда с учетом биржевой комиссии. Гораздо более ликвидный рынок недельных РЕПО с ОФЗ может увеличить такие издержки ведения короткой позиции до 90 б.п., при этом риск не найти нужные выпуски в дни возвратов РЕПО остается актуальным. Вполне возможно, что соотношение потенциальной прибыльности и хлопот по ведению такой позиции многие трейдеры находят недостаточно привлекательным.

Трейдеры также говорят, что ОФЗ переживают глобальные стрессы на рынках капитала гораздо лучше, чем еврооблигации, демонстрируя инертность в реакциях на негативные новости, что крайне важно для «комфортного плавания» прибылей и убытков у стратегий на заемные деньги. Что касается инвесторов без кредитного плеча, которые могли бы в такой ситуации начать покупать ОФЗ меньше, чем рекомендуют бенчмарк-индексы (в пользу внешних долгов, хеджированных в рубли), они держат ОФЗ уже давно отнюдь не для прибыли, а из нормативных ограничений или простоты и удобства стратегии.

Еще одна из возможных причин дороговизны ОФЗ — их налоговые преимущества по сравнению с корпоративными облигациями. Однако это плохо объясняет расширение своп-спреда ОФЗ-еврооблигации по мере увеличения срочности. К тому же, суверенные еврооблигации РФ для резидентов имеют аналогичный налоговый статус, а корпоративные долги на внутреннем рынке тоже дороже, хотя и в меньшей степени. Так, семилетний риск «Газпрома» на еврорынке приносит около 80 б.п. к LIBOR против менее 15 б.п. у «Газпром»-9 с погашением в феврале 2014 г.

С другой стороны, большинство российских участников рынка либо вообще не имеет открытых на них своп- или NDF-лимитов, либо допустимая срочность контрактов ограничивается тремя-пятью годами, либо «забивать» лимит долгосрочными контрактами оказывается нецелесообразно или нерентабельно. Вследствие совокупности причин круг потенциальных контрагентов по рублевым свопам дольше пяти лет очень узок, а цены сильно подвержены искажениям от локальных флуктуаций спроса и предложения. Кстати, возможно, что расширение своп-спреда еврооблигации-ОФЗ вызвано как раз ликвидацией позиции, сформированной в расчете на его сужение, текущий убыток по которой достиг лимита терпения риск-менеджмента. Давление на цены, когда рынок знает, что кто-то «режет позицию», может быть на удивление существенным и продолжительным даже на самых ликвидных рынках.

Фиксированные ставки в рублях на конец мая 2007 года



Другой движущей силой удешевления долгосрочных свопов в рублях представляется хедж уязвимости к процентному и валютному риску российскими компаниями. Нефинансовый сектор РФ в последние годы занимает в валюте явно больше, чем предполагает структура операционных доходов и расходов. Естественное стремление некоторых компаний — избавиться от такого несоответствия финансового профиля активов и пассивов — обычно мало чувствительно к цене. Им нужен хедж, а не прибыль от побочной деятельности. Деривативные подразделения западных банков, предлагающие такую услугу, пока не имеют альтернативы перепродаже свопов на междилерском рынке, хотя таковой могут быть заимствования в рублях (в том числе на внутреннем рынке) долгосрочными облигациями с фиксированным купоном. Если своп-спред еврооблигации-ОФЗ останется на текущих уровнях или продолжит расширение, то в перспективе следует ждать впечатляющего роста числа займов в рублях от AAA/AA-финансовых компаний и банков, активных на рынке свопов.

Основные выводы в большинстве своем вряд ли покажутся оригинальными. Во-первых, если кто-то с большим запасом денег продолжает покупать, то у актива нет шансов не вырасти в цене вопреки любым моделям. Во-вторых, накапливается все больше свидетельств, что именно низкие депозитные ставки Банка России в условиях навеянного краткосрочными ожиданиями по курсу рубля избытка ликвидности являются залогом крепости цен долгосрочных рублевых облигаций. По-видимому, прекрасная отдача по carry trades на рублевом рынке долга за последние три-четыре года вовлекает все новый капитал и снижает требования к разнице в ставках купона и РЕПО по позиции.

Однако если вы хотите выиграть именно от роста рубля к доллару / корзине, то сегодня у вас должны быть очень веские причины не использовать вместо рублевых облигаций валютные опционы. С корректировкой на валюту номинала за типичную примерно семилетнюю рублевую облигацию из «первого эшелона» вы переплачиваете до 4–5% цены (70–100 б.п. ставки) относительно очень близких (синтетических) аналогов. В это время двухлетний опцион-колл на рубль/доллар со страйком, равным текущему спот–курсу, обойдется примерно в 2.6% номинала, а трехлетний — в чуть более чем 3%. Стоит ли в таком случае оставаться консервативным в выборе инструментария, избегая OTC-опционов, и игнорировать целый букет базисных рисков, присущих облигациям? Вы можете оказаться десять раз правы относительно перспектив спот-курса рубля на следующие два-три года. Однако в течение семи-десяти лет может случиться не один цикл глобального роста ставок и спредов и не раз смениться монетарная политика в РФ, а планирующих «вовремя выйти» из рублевых облигаций и так уже очень много.