Наталья БАЕВА,
вице-президент, DCM & Institutional Sales, ЮниКредит Банк

Российские эмитенты, желающие привлечь фондирование в иностранной валюте, используют возможности заимствований на российском долговом рынке, конвертируя полученные средства в необходимую валюту с помощью производных финансовых инструментов. Насколько эффективен такой способ заимствований? Могут ли инвесторы использовать различия в факторах, оказывающих воздействие на ценообразование на внутреннем и внешнем рынках?

Арбитражная практика

Татьяна КУЗЬМИНА,
CFA, вице-президент,
DCM & Institutional Sales,
ЮниКредит Банк

Мы постарались проанализировать существующие диспропорции рынков внутреннего и внешнего долга российских корпоративных заемщиков. На примере пяти российских эмитентов мы рассмотрели сравнительные преимущества, которые могут быть использованы российскими инвесторами и заемщиками благодаря наличию возможностей арбитража между рынками. При этом не затрагивались вопросы кредитного риска и оценки его стоимости.

Рассмотрим два портфеля облигаций эмитентов, имеющих как локальные выпуски облигаций, так и еврооблигации (см. Таблицу 1).

Для сравнения мы выбрали локальные бумаги со сроками обращения, которые примерно соответствуют срочности еврооблигаций тех же эмитентов (см. Рисунок 1).

На основании выборки российских внутренних облигаций и еврооблигаций мы составили индексы локального и долларового портфеля. Историческая доходность индексов представлена на Рисунке 2. На графике видно, что доходность индекса локальных облигаций находится выше доходности еврооблигаций. Попробуем разобраться, так ли это на самом деле.

Как сравнить доходности облигаций одних и тех же эмитентов в разных валютах?

Прежде всего, необходимо выбрать базу для сравнения. Такой базой может являться общепризнанный относительно безрисковый[1] ориентир процентных ставок в экономике: кривая государственных бумаг, кривые процентных и кросс-валютных свопов. Однако задача усложняется тем, что нам необходимо сравнить доходности облигаций в разной валюте, поэтому кривые государственных бумаг в этом случае помочь не смогут. Базой процентных свопов в долларах США и кросс-валютных свопов в рублях является ставка LIBOR, поэтому, очевидно, эти кривые могут быть использованы для сравнения доходностей облигаций в разных валютах[2].

---

[1] Полностью безрисковый ориентир найти сложно. Государственные бумаги, являясь ориентиром безрисковых ставок в экономике, несут кредитный риск соответствующего государства. Кривые процентных и кросс-валютных свопов, отражая среднюю ставку LIBOR, MOSPRIME и прочие за соответствующий период, несут в себе кредитный риск банков, котирующих LIBOR, MOSPRIME и т. д.

[2] Для точного сравнения правильнее использовать бескупонные кривые, построенные на основе процентных и кросс-валютных свопов. Однако в этом случае необходимы более сложные расчеты для их построения, поэтому на практике часто используются расчеты на основании не бескупонных, а наблюдаемых на рынке кривых.

В условиях эффективной экономики должно выполняться следующее равенство:

$$Yield_{USD}-IRS_{USD}=Yield_{RUB}-CCS_{USD/RUB},$$

где **Yield** — доходность к погашению еврооблигации в долларах США;

IRS_{USD} — ставка mid-свопов в долларах США, по сроку соответствующих сроку погашения еврооблигации;

$Yield_{RUB}$ — доходность к погашению облигации в рублях;

$CCS_{USD/RUB}$ — ставка кросс-валютного свопа в рублях, по сроку соответствующего сроку погашения облигации.

Если равенство не выполняется, то существует возможность арбитража.

В настоящий момент спред рублевых облигаций к кривой кросс-валютных свопов в среднем на 100 б.п. в коротком и на 300 б.п. в среднем и длинном сегменте уже, чем спред еврооблигаций тех же эмитентов сопоставимой дюрации к кривой mid-свопов в долларах США.

Ниже мы попытаемся разобраться в основных причинах этого явления.

ЛИКВИДНОСТЬ

Во-первых, соотношение объема ликвидности в долларах США и рублях складывается на текущий момент в пользу рублей. Базисные свопы между базовыми плавающими ставками в разных валютах являются отражением относительной ликвидности одной валюты по отношению к другой, а их котировки включают премию за ликвидность одной валюты по сравнению с другой. В настоящее время базисные свопы торгуются в отрицательной зоне, что свидетельствует о преобладании предложения рублевой ликвидности относительно долларовой (см. Рисунок 3).

В кризисный период 2008–2009 годов кривые базисных свопов находились в положительной зоне. Котировки трехлетних базисных свопов превышали 1150 б.п., что указывало на острый дефицит рублевой ликвидности в банковской системе.

ИНВЕСТОРСКИЕ БАЗЫ

Следующей важной причиной того, что на рынке существует возможность арбитража, является наличие различной базы инвесторов рынков внутреннего и внешнего долга и особенностей их поведения.

Иностранные инвесторы (основные игроки на рынке евробондов), как правило, быстро реагируют на изменение рыночной конъюнктуры путем открытия или закрытия соответствующих позиций. При этом в случае негативного развития ситуации на рынке иностранные участники предпочитают как можно быстрее закрыть рискованные позиции, зафиксировав финансовый результат и минимизировав потери. Такие инвесторы переводят свои средства в относительно безрисковые активы (так называемое бегство в качество). В дальнейшем они готовы вновь открыть свои позиции на новых уровнях, иногда на более высоких, если их опасения не оправдались.

Российские инвесторы реагируют на смену настроений иначе. Конечно, в случае негативного развития ситуации предложение, как правило, увеличивается, однако российские игроки не спешат так быстро закрывать свои позиции, как иностранные. Первая, объективная причина: российским участникам, даже если они сократят свои позиции, необходимы инструменты для инвестирования. Доступ на внешние рынки, куда осуществляется бегство капитала из рискованных активов, для них, как правило, затруднен или ограничен. Вторая причина касается

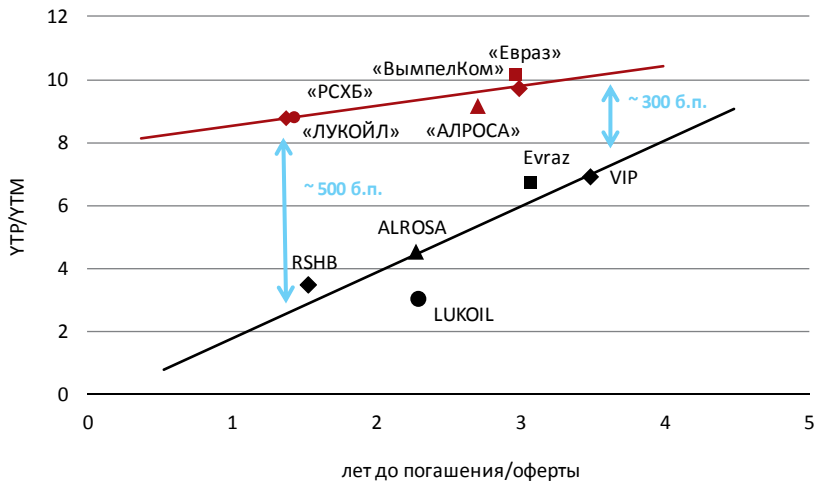
Таблица 1

Параметры еврооблигаций и локальных бондов, используемых в анализе

Эмитент	Погашение/пут	ISIN	Купон, %	Текущая доходность, %
Локальные облигации в рублях				
«ЛУКОЙЛ»	05.12.2013	RU000A0JNYY8	7.40	8.83
РСХБ	29.10.2013	RU000A0JR3V9	8.20	8.80
«АЛРОСА»	23.06.2015	RU000A0JQVK6	8.95	9.19
«ВымпелКом»	13.10.2015	RU000A0JR357	8.30	9.74
«Евраз»	26.10.2015	RU000A0JR3P1	9.95	10.19
Еврооблигации в долларах				
LUKOIL	05.11.2014	XS0463663442	6.375	3.04
RSHB	14.01.2014	XS0366599800	7.125	3.50
ALROSA	17.11.2014	XS0205828477	8.875	4.55
VIP	23.05.2016	XS0253861834	8.250	6.94
Evraz	10.11.2015	XS0234987153	8.250	6.76

Рисунок 1

Еврооблигации эмитентов РФ vs локальные облигации



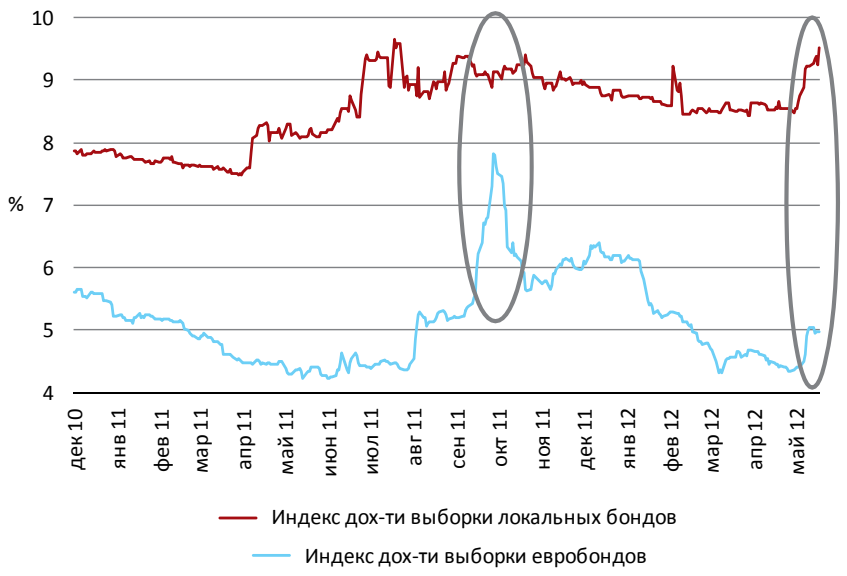


Рисунок 2

История индексов доходности еврооблигаций и локальных бондов

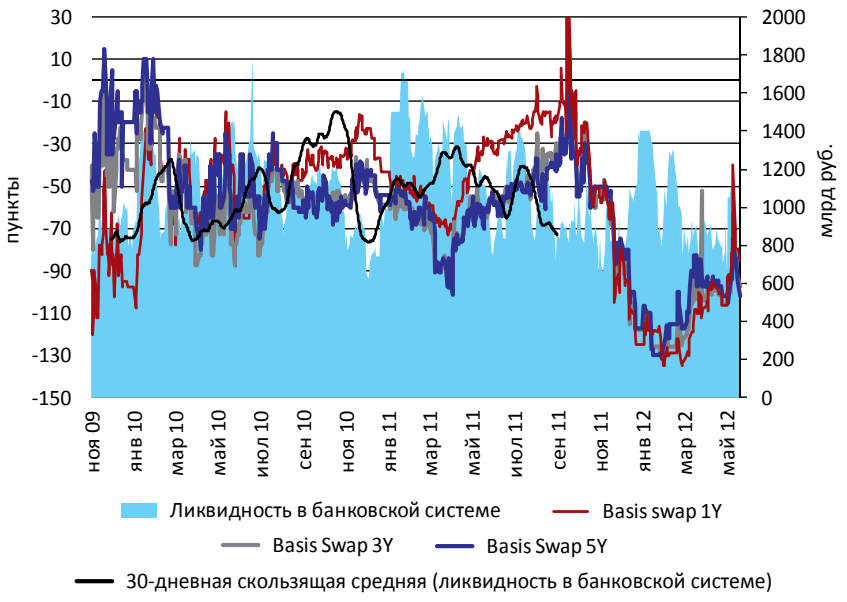
нежелания фиксировать финансовый результат. При оценке эффективности управления активами внимание уделяется в первую очередь реализованному финансовому результату. Поэтому для многих российских участников рынка более предпочтительным оказывается перевести облигации в инвестиционные портфели.

Российский внутренний рынок в случае негативного развития ситуации становится неликвидным. При этом со стороны российских инвесторов часто отсутствует не только желание купить, но и желание продать по текущей справедливой цене.

Более активное участие иностранных игроков на российском рынке (в том числе после предоставления возможности расчетов по сделкам с ОФЗ через Euroclear, а в дальнейшем и по корпоративным бумагам) будет способствовать не только росту ликвидности внутреннего рынка, но и волатильности (росту вероятности быстрого падения в периоды бегства в качество). Волатильность, безусловно, также коснется рынка корпоративных облигаций, которые будут подвержены переоценке в связи с переоценкой ОФЗ. Вместе с тем, сильные колебания будут способствовать выравниванию диспропорций между внутренним и внешним рынками.

Рисунок 3

История базисных свопов и рублевая ликвидность в банковской системе РФ



СТОИМОСТЬ ХЕДЖИРОВАНИЯ ВАЛЮТНОГО РИСКА

Следующим фактором, объясняющим существование возможности арбитража, является стоимость хеджирования валютного риска. Под стоимостью хеджирования валютного риска мы понимаем разницу между кривыми кросс-валютных свопов и mid-свопов в долларах США.

Высокий спрос со стороны инвесторов на инструменты хеджирования валютного риска в период сильной волатильности, сокращения рублевой ликвидности и ослабления национальной валюты стремительно сдвигает кривую кросс-валютных свопов вверх.

Так, в сентябре 2011 года, когда наблюдалась очередная волна ухода от рискованных активов, стоимость хеджирования валютного риска достигла значений октября кризисного 2009 года. На текущий момент стоимость хеджирования находится на рекордно высоком с начала 2010 года уровне в 600 б.п.

Следует также отметить, что рынок еврооблигаций (индекс доходности по выбранным нами бумагам) в упомянутые периоды гораздо острее отреагировал на негативные факторы (рост доходности индекса составил более 200 б.п. — см. Рисунок 2). При этом доходности локальных облигаций этих же эмитентов не демонстрировали столь выраженной динамики.

Причиной неравномерного движения долговых рынков и рынка производных финансовых инструментов также является то, что у большого числа российских институциональных инвесторов отсутствует достаточная компетенция и/или доступ к рынку кросс-валютных и процентных свопов. Инвесторы, обладающие достаточной компетенцией, не всегда могут в полной мере использовать преимущества производных финансовых инструментов в связи с отсутствием кредитных лимитов банков или недостаточным сроком таких лимитов. Важно отметить, что сделки с производными инструментами заключа-

«СОВРЕМЕННЫЕ РЫНКИ, НЕСМОТРЯ НА ЗАЛОЖЕННУЮ В НИХ СПОСОБНОСТЬ САМОРЕГУЛИРОВАНИЯ, НЕ ЯВЛЯЮТСЯ ЭФФЕКТИВНЫМИ. СУЩЕСТВУЮЩИЕ ВОЗМОЖНОСТИ АРБИТРАЖА МОГУТ БЫТЬ ИСПОЛЬЗОВАНЫ ИНВЕСТОРАМИ И ЭМИТЕНТАМИ»

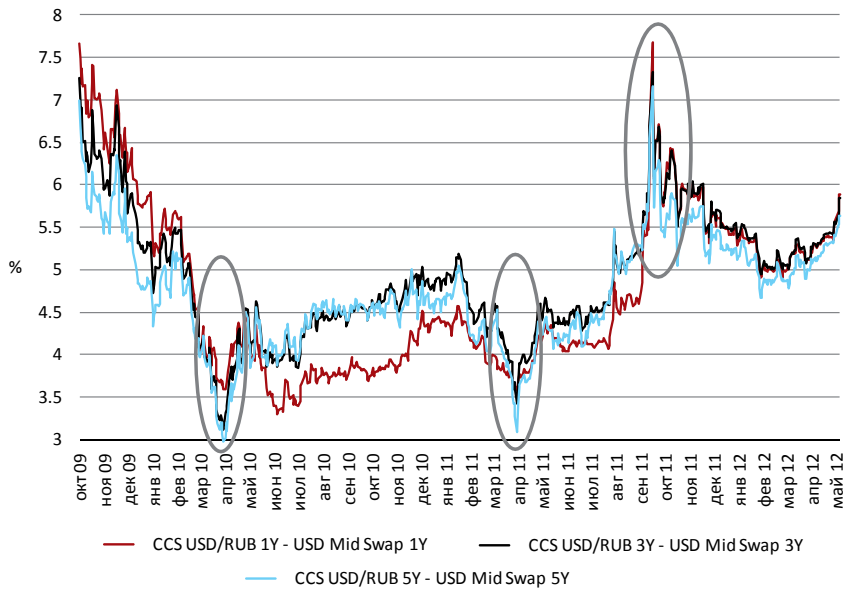


Рисунок 4

Стоимость хеджирования валютного риска

ются по ценам, включающим поправку на кредитный риск контрагента, а это снижает выгоду от использования подобных стратегий.

ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ ФАКТОРЫ

Дополнительные факторы, такие как возможность привлечения фондирования от ЦБ РФ в форме прямого РЕПО, размер дисконтов по соответствующим облигациям, также способствуют возникновению возможности арбитража.

Привлекательность облигаций для многих российских участников рынка (особенно в периоды сильной волатильности) определяется не только уровнем доходности тех или иных бумаг, но и возможностью их рефинансирования в ЦБ РФ. Дисконты по локальным облигациям, как правило, ниже, чем по евробондам. При этом список еврооблигаций, под сделки с которыми можно получить фондирование от Центрального банка, гораздо уже, нежели список локальных облигаций.

Современные рынки, несмотря на заложенную в них способность саморегулирования, не являются эффективными. Существующие возможности арбитража могут быть использованы инвесторами и эмитентами.

Инвесторы могут повысить рублевую доходность своих портфелей, приобретая еврооблигации и одновременно хеджируя валютный риск с помощью кросс-валютных свопов или форвардных контрактов.

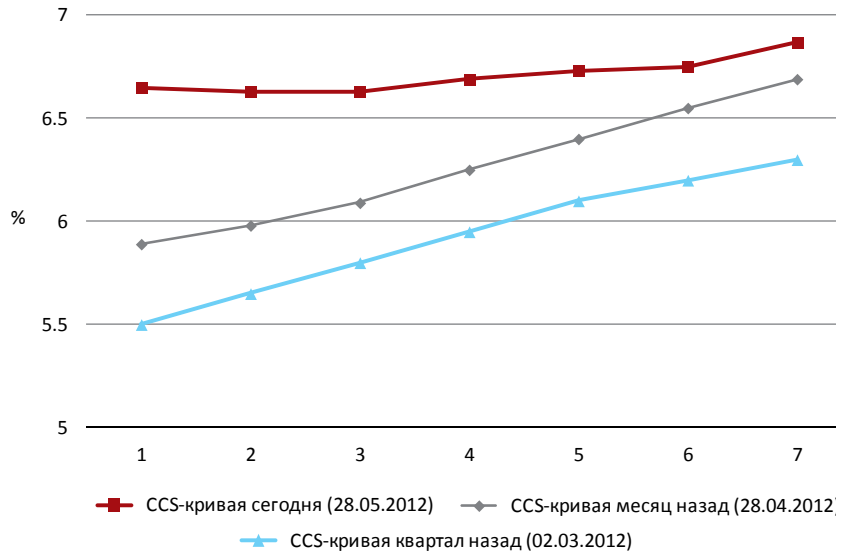
Аналогичным образом эмитенты, у которых есть потребность в валютном фондировании (экспортеры, иностранные компании, а также компании, желающие диверсифицировать свои пассивы), имеют все шансы сократить стоимость своих заимствований.

Важно отметить, что рост доходности для инвесторов, а также экономия затрат эмитентов на текущий момент может составить 1–3% (в зависимости от срока обращения бумаг). В то же время, реальная выгода или экономия, как правило, оказывается несколько меньше из-за поправки на кредитный риск, которая уже практически повсеместно применяется на рынке производных финансовых инструментов.

Интересно, что чем выше стоимость хеджирования валютного риска, тем выгоднее инвесторам и эмитентам осуществлять указанные операции. Однако рост стоимости хеджирования, являясь следствием увеличения волатильности, ослабления рубля и снижения ликвидности в банковской системе, сопровождается сокращением или закрытием лимитов со стороны банков. В эти периоды у эмитентов практически отсутствует возможность выйти на первичный рынок, в связи с чем вероятность использования арбитража резко снижается.

Рисунок 5

Динамика кривых кросс-валютных свопов



SIBC XVII

САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКАЯ МЕЖДУНАРОДНАЯ БАНКОВСКАЯ КОНФЕРЕНЦИЯ

11–14 ИЮЛЯ 2012
САНКТ-ПЕТЕРБУРГ

ОТЕЛЬ «КОРИНТИЯ», НЕВСКИЙ ПРОСПЕКТ, 57

Генеральный партнер

HSBC

Официальный партнер

RBS

Генеральный информационный партнер

Коммерсантъ

Организаторы

АССОЦИАЦИЯ РОССИЙСКИХ БАНКОВ

Промсвязьбанк

КОМИТЕТ СОВЕТА ФЕДЕРАЦИИ ПО БЮДЖЕТУ И ФИНАНСОВЫМ РЫНКАМ

на правах рекламы

+7 (495) 745-7920 www.spbconf.ru