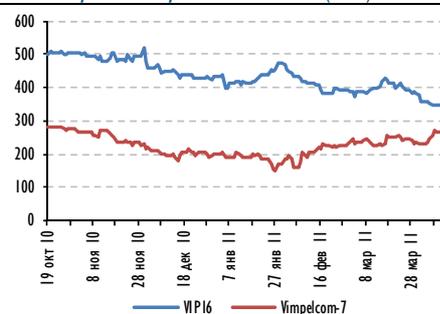


Павел Пикулев
+7 (495) 983 18 00, ext. 2 14 26
Pavel.Pikulev@gazprombank.ru

- ▶ Ралли на рублевом долговом рынке вопреки ожиданиям привело не к сужению, а наоборот, к расширению спредов между рублевыми облигациями и NDF/CCS
- ▶ На наш взгляд, это расширение объясняется фундаментальными процессами, которые в последнее время идут на рынке рублевых облигаций и ведут к устранению разницы в кредитных спредах на рынках внешнего и внутреннего долга.
- ▶ Не исключено, что в ближайшее время спреды рублевых облигаций к NDF/CCS могут расшириться еще на 50–100 б. п., причем даже на фоне дальнейшего снижения общего уровня доходности рублевых облигаций. Тем не менее этот процесс не кажется нам устойчивым.
- ▶ Фиксирование стоимости рублевого фондирования на весь срок обращения покупаемой рублевой облигации может оставаться убыточной стратегией для иностранных банков еще какое-то время. Однако в среднесрочной перспективе риск-профиль такой позиции гораздо более благоприятен, нежели риск-профиль традиционной российской стратегии фондирования позиций в 5-7 летних облигациях за счет «овернайта».
- ▶ Нынешние тренды могут развернуться, когда спрос на первичном рынке рублевых облигаций упадет.

Спред к 4-летним свопам выпуска VIP16 и спред к 4-летнему NDF выпуска Вымпелком-7 (б. п.)



Источник: Bloomberg, Газпромбанк

Разница между спредами на графике слева (б. п.)



Источник: Bloomberg, Газпромбанк



Несбывшееся пророчество

Про причины нынешнего ралли на рублевом долговом рынке уже, наверное, высказались абсолютно все заинтересованные лица (и мы в том числе). Однако тот факт, что вопреки консенсусу ралли на рублевом долговом рынке не привело к сужению спреда между ОФЗ (а также другими рублевыми бумагами) и кривой NDF/CCS, пока остается на периферии внимания инвесторов.

Сужение спреда ОФЗ к NDF/CCS было главным пророчеством аналитиков по итогам мартовского заседания ЦБ. Случилось же ровно наоборот. Спред кривой локального долгового рынка к офшорным ставкам в последние недели расширился за счет опережающего падения последних. В частности, спред ОФЗ26204 к 5-летним NDF сейчас составляет внушительные 190 б. п.

На наш взгляд, эта тенденция заслуживает более пристального внимания. Расширение спреда между локальной и офшорными кривыми может свидетельствовать о фундаментальных изменениях, происходящих на рублевом долговом рынке, и если это так, то вовсе не факт, что спред серьезно сузится в ближайшее время.

Секрет Полишинеля и тектонические сдвиги

Причина опережающего падения офшорных ставок сейчас, наверное, тоже представляет собой «секрет Полишинеля». Некие госбанки «свопуют» для своих клиентов рублевые заимствования в валюту, на «демпинговых», по мнению иностранных банков, условиях, а затем выходят на вторичный рынок, чтобы «перекрыться». Тем самым они оказывают очень серьезное понижающее давление на кривую офшорных ставок.

Динамика рублевых кривых в таких условиях напоминает гонку Ахиллеса и черепахи. Спрос на рублевые облигации двигает вниз их кривую доходности, однако спрос со стороны эмитентов тем временем «продавливает» кривую офшорных ставок еще ниже. Естественно в таких условиях спреду между этими кривыми трудно сузиться.

В основе этой ситуации лежит целый ряд причин: затяжной период избыточной ликвидности, сделавший локальный спрос на рублевые облигации гораздо более глубоким, мягкая политика ЦБ, дефицит качественных заемщиков на кредитном рынке – в общем, все то, что заставляет банки в течение последних двух лет стремительно наращивать вложения в рублевые облигации, фондируя их на денежном рынке.

С другой стороны, этому процессу помогает эволюция финансового рынка, рост его профессионализма и сложности. Корпорациям от инвестбанков уже нужен не просто выпуск облигаций или IPO, но и свопы и более сложные продукты. Появление этого спроса привело к тектоническим сдвигам на рынке инвестбанкинга, так как для того, чтобы предоставлять такого рода услуги, нужна не только профессиональная команда, но и мощь баланса и сильные кредитные рейтинги. В результате инвестбанковский бизнес стал естественным образом переходить в руки госбанков. В свою очередь, госбанки зачастую ради доли рынка готовы предлагать клиентам свои услуги на более привлекательных условиях, чем иностранные банки.

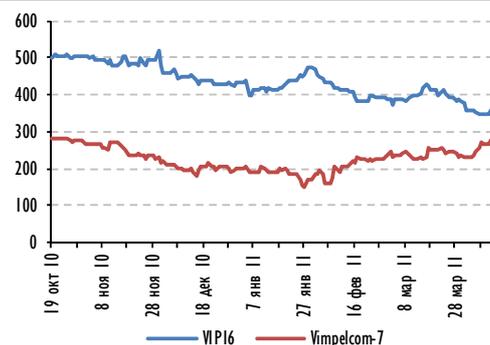
Аномалия и норма

Упомянутые изменения стали причиной того, что впервые появился устойчивый «мостик», связывающий рынок еврооблигаций и рынок локального долга. Эмитенты получили возможность выбирать, на каком рынке занимать, на основе сравнения почти исключительно кредитных спредов, так как емкости рынков внешнего и внутреннего долга стали сопоставимы и появилась возможность эффективно управлять валютным риском. Пока что рынок внешнего долга дает выигрш по срокам заимствований, однако в последние недели и это преимущество стало менее очевидным.

Результатом этих тенденций стало сужение разницы между кредитными спредами на рынке внешнего и внутреннего долга. Это отлично прослеживается на графиках на следующей странице.



Спред к 4-летним свопам выпуска VIP16 и спред к 4-летнему NDF выпуска Вымпелком-7 (б. п.)



Источник: Bloomberg, Газпромбанк

Разница между спредами на графике слева (б. п.)



Источник: Bloomberg, Газпромбанк

Мы настолько привыкли к тому, что кредитные спреды на рынке внешнего и внутреннего долга практически не связаны между собой и могут как угодно отличаться, что стали считать это нормой.

Между тем это скорее аномалия, нормой же является обратная ситуация.

В условиях, когда эмитенты и инвесторы имеют одинаковый доступ к обоим рынкам, кредитные спреды там и здесь не должны иметь устойчивых отличий. Иначе появляется возможность для того самого арбитража, который сейчас так активно эксплуатируют российские эмитенты.

Логичный финал

Логичным финалом нынешних тенденций является выравнивание спредов по рублевым облигациям и евробондам одних и тех же эмитентов, которое положит конец конверсионным операциям корпораций.

Тем не менее, если рынок действительно идет к фундаментальному равновесию, то на заметное сужение спреда рублевых облигаций к NDF/CCS в ближайшее время можно не рассчитывать. Наоборот, возможно дальнейшее расширение еще примерно на 50–100 б. п.

Феномен ОФЗ: эффект вытеснения наоборот

Ситуация с ОФЗ несколько сложнее. Во-первых, этот рынок по-прежнему обладает рядом преимуществ для локальных банков (с точки зрения нормативов). Во-вторых, мы надеемся, что Минфин не заинтересован в арбитраже между рублевым и валютным долговыми рынками. По этим причинам соотношение спредов к свопам по ОФЗ и евробондам Минфина по-прежнему может быть весьма произвольным.

Тем не менее и спреды по ОФЗ сейчас движутся в русле общей для рынка тенденции к расширению, и вряд ли эта ситуация изменится.

Нынешнее расширение спредов ОФЗ к NDF/CCS иллюстрирует то, как корпорации могут влиять на стоимость заимствований Минфина. По нашему мнению, происходящее сейчас является собой процесс, противоположный традиционному «вытеснению» (crowding out). Не Минфин задает планку для корпораций, а корпорации задают планку для Минфина.

Правда, нельзя сказать, что интересы Минфина от этого сильно страдают. Процесс происходит на «бычьем» рынке. Активность корпораций на свопах ведет к падению оффшорных ставок и расширению спредов ОФЗ к свопам, однако эта же тенденция позволяет занимать Минфину по более низким номинальным ставкам и на более длительный срок.

Однобокий переход

Хотя происходящее на рынке своей мощностью и неудержимостью напоминает разогнавшийся локомотив, мы все же сомневаемся, что даже если кредитные спреды на внутреннем и внешнем рынках придут в равновесие, это равновесие будет устойчивым.

Как уже было отмечено выше, кредитные спреды на внешнем и внутреннем рынке не должны иметь серьезных отличий в случае, если и эмитенты и инвесторы имеют одинаковый доступ к обоим рынкам. Между тем главным драйвером нынешнего



процесса ликвидации дисбаланса в спредах являются корпорации, получившие возможность арбитража. Базы инвесторов на внутреннем и внешнем рынках по-прежнему сильно отличаются. И в этом-то и кроется возможный риск.

Корпорации имеют возможность «играть в арбитраж» только потому, что российским банкам не найти на рынке внешнего долга столь же привлекательных условий фондирования облигационных портфелей, какие они получают здесь. Именно поэтому российские банки, несмотря на непривлекательные спреды, продолжают покупать рублевые облигации, а не аналогичные евробонды с хеджированием валютного риска. Если бы этого ограничения не было, то корпорации не могли бы получать деньги на внутреннем рынке так дешево и процесс ликвидации дисбаланса спредов шел бы с другой стороны – за счет опережающего сужения спреда по евробондам. Ну, или сразу по обоим направлениям. А так он остается однобоким – только за счет операций эмитентов.

Слабое звено

Низкое качество базы инвесторов рублевого долгового рынка, на наш взгляд, является главной помехой на пути рынка к устойчивому фундаментальному равновесию кредитных спредов. В отсутствие в финансовой системе длинных денег и в условиях отрицательных реальных процентных ставок низкие ставки овернайт и избыток ликвидности являются ключевыми источниками спроса на рублевый долг. Именно поэтому локальные инвесторы так чувствительны к условиям фондирования, и по этой же причине у них столь низкие кредитные рейтинги, которые мешают им открывать линии в зарубежных банках и получать дешевое фондирование за рубежом.

В таких условиях российские банки останутся «прикованы» к рублевому долговому рынку, и процесс движения спредов к безарбитражному состоянию останется однобоким.

Более того, этот процесс может продолжаться только в условиях «горячего» первичного рынка. Как только ухудшение ситуации с ликвидностью (или любой иной серьезный риск) ударит по спросу на рублевые облигации на первичном рынке, спрос на конвертацию долга со стороны корпораций тоже упадет и случится резкий рост ставок NDF/CCS. Держатели рублевых облигаций по традиции решат «пересидеть» этот процесс в «кэрри», и спреды на рублевом и еврооблигационном рынке тут же придут в свое традиционное разбалансированное состояние.

Стратегия

Понятно, что средний российский банк все эти перипетии не волнуют, так как он фондирует позиции в рублевых облигациях остатками на счетах до востребования, РЕПО, МБК, берет на себя процентный риск и получает свое кэрри. Наверное, в нынешней ситуации с оглядкой на стоимость ресурсов такая стратегия для большинства российских банков остается единственно возможной.

Для иностранных же инвесторов, которые зафиксировали для себя стоимость рублевых ресурсов через CCS на весь срок обращения бумаг, происходящие процессы весьма болезненны, так как позиция в свопах приносит им ощутимые убытки.

Мы не исключаем, что в краткосрочном плане эта стратегия останется убыточной. Как мы уже отмечали, от безарбитражного состояния рынок отделяет еще 50–100 б. п. расширения спреда между рублевыми облигациями и NDF/CCS.

Тем не менее с точки зрения баланса рисков упомянутая убыточная стратегия фиксации стоимости ресурсов на весь срок обращения бумаги гораздо более благоприятна для инвестора, нежели традиционное российское фондирование вложений в длинные облигации короткими деньгами.

Мы считаем, что нынешний процесс опережающего падения офшорных ставок неустойчив и может резко прерваться, сменившись их ростом в случае если на рынке локального долга возникнут предпосылки к падению спроса на новые облигации.

Отметим, что причины падения спроса, на наш взгляд, неважны. Это может быть и ухудшение ситуации с ликвидностью, и падение рубля, и просто пресыщение рынка первичным предложением. Любое из вышеперечисленного может привести к падению спроса на первичные размещения, стагнации вторичного рынка и опережающему росту офшорных ставок.

Важно, что если коррекция будет вызвана слабостью рубля (что весьма вероятно), рост офшорных ставок может быть особенно стремительным.



Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов

начальник департамента

+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

Управление анализа фондового рынка

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов**Анна Богдюкевич**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Металлургия

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Редакторская группа

Татьяна Курносенко

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Макроэкономика

Анна Богдюкевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Юлия Мельникова

+7 (495) 980 43 81

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Александр Назаров

+7 (495) 983 18 00 доб. 21476

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов

+7 (495) 988 23 44

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Демкин, CFA

начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Стратегия

Павел Пикунев

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 26

Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 17

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

директор

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодикина

+7 (495) 988 23 75

Трејдинг

Денис Войниконис

+7 (495) 983 74 19

Управление рынков фондового капитала

Виталий Зархин

директор

+7 (495) 988 24 48

Алексей Семенов

директор

+7 (495) 989 91 34

Управление электронной торговли

Максим Малетин

начальник управления

+7 (495) 983 18 59

+8 (800) 200 70 88

broker@gazprombank.ru

Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Никита Иванов

+7 (495) 989 91 29

Анна Нифанова

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 55

Трејдинг

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев

+7 (495) 913 78 57

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев

начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков

начальник управления

+7 (495) 913 74 44

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Мионов

начальник управления

+7 (495) 428 23 66

Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пеццименти

+7 (495) 989 91 27

Трејдинг

Елена Капица

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

Copyright © 2003 – 2011. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.