



Константин Павлов  
«Банк ЗЕНИТ»

## СУВЕРЕННЫЙ И КОРПОРАТИВНЫЙ ПОЛЮСЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ: РАЗНИЦА ПОТЕНЦИАЛОВ

Предлагаемая статья посвящена оценке влияния возникших в стране рисков на рынок еврооблигаций. Суверенные, корпоративные и банковские выпуски сравниваются с их аналогами, размещенными на развивающихся рынках, и с высокодоходными еврооблигациями США.

За время, прошедшее с момента присвоения России инвестиционного рейтинга агентством *Moody's*, российский риск, выраженный в спредах еврооблигаций, не продемонстрировал логичного в этом случае снижения. Сузившись до 210–220 б. п., спред вновь расширился, поскольку инициация «дела ЮКОСа» более чем компенсировала позитивный эффект присвоения рейтинга, заставив российский сегмент по уровню премии остановиться на полдороги между странами с инвестиционным рейтингом начального уровня и спекулятивным. При этом динамичность смены влияющих факторов не позволяет считать достигнутые после повышения рейтинга минимальные уровни премии пределом, поскольку рынок успел продемонстрировать лишь первоначальную реакцию. Волатильность спреда также сохранилась на высоком уровне, что свойственно скорее спекулятивным сегментам, в то время как инвестиционные торгуются с более стабильным уровнем премии.

Под влиянием российских внутренних факторов разница в спредах отечественного сегмента и стран с инвестиционным рейтингом начального уровня колеблется в пределах 110–160 б. п. При этом обращает на себя внимание тот факт, что оценка инвесторами рисков стран со спекулятивными рейтингами существенно переменилась. После обвала долговых рынков весной и стабилизации спредов в конце мая страны со спекулятивным уровнем рейтинга заметно опередили инвестиционные по темпам избавления от рискованной премии. К настоящему моменту сужение спредов спекулятивных сегментов составило 150–170 б. п. против 13 б. п. инвестиционных.

Российский сегмент оставался несколько в стороне от этого процесса, находясь под давлением внутренних факторов по мере развития ситуации вокруг ЮКОСа. По версии *EMBIG Russia*, начиная с лета к настоящему моменту российский спред расширился на 4 б. п. В ре-

зультате положение России относительно стран с инвестиционным рейтингом начального уровня можно признать практически не изменившимся. К примеру, разница в спреде России и Мексики (*Baa2/BBB-*), по данным *EMBIG*, составляет 110–115 б. п., а Украина (*B1/B+*) имеет премию лишь на 12 б. п. выше российской. Подобная ситуация прослеживается и при сравнении с другими сегментами развивающихся рынков (см. таблицу, рис. 1).

Сложившаяся ситуация объясняется присутствием в России определенных политических рисков, по мнению *Standard & Poor's* и *Fitch* негативно повлиявших на процесс получения инвестиционного рейтинга. Имея туманные перспективы попасть в список стран с так называемым «полным» инвестиционным рейтингом, Россия много потеряла в глазах инвесторов. Рекордные цены на нефть и улучшение кредитоспособности страны потеряли в весе, больше не стимулируя рынок на покорение новых высот. В отличие от Рос-

ИЗМЕНЕНИЕ СПРЭДА В 2004 Г.

СТРАНА	Спрэд (EMBIG)	Изменения спреда (начиная с мая)	Разница по отношению к России ??	Moody's	S&P	ОПИСАНИЕ	ИЗМЕНЕНИЕ РЕЙТИНГОВ С ВЕСНЫ ПО СЕНТЯБРЬ
Тунис	119	-49	-187	Vaa2	BBB	—	
ЮАР	141	-26	-165	Vaa2	BBB	Стабильная сырьевая экономика. Долгая история наличия у страны инвестиционного рейтинга	
Мексика	195	-15	-111	Vaa2	BBB-	Рост экономики США оказывает благоприятное воздействие на Мексику, сильно зависящую от экспортных отраслей	
EMBIG Inv. GRADE	213	-13	-93	—	—	—	
Россия	306	4	—	Vaa3	BB+	Сужение спреда ограничивалось внутренними факторами, не позволившими отразить растущую кредитоспособность	
Украина	318	-33	12	B1	B+	Начало экономических реформ привело к более высоким, чем ожидалось, темпам роста. Двухлетний диалог с МВФ завершился открытием кредитной линии. Сохраняется высокая неопределенность в отношении президентских выборов, назначенных на октябрь	20.07 S&P B+→B+
Турция	329	-165	23	B1	BB-	Перспективы вступления в ЕС осуществили основной вклад в сужение странового спреда по мере успешного преодоления возможных препятствий наряду с наличием поддержки МВФ	17.08 S&P B+→BB-
Перу	331	-152	25	Va3	BB	Ход подготовки к выборам 2006 г. делает возможным уход непопулярного в стране президента Толедо досрочно. В этой связи изменение экономической политики, предлагаемое основными партиями, может произойти раньше	08.06 S&P BB → BB
Панама	351	-17	45	Va1	BB	—	
Бразилия	483	-213	177	B1	BB-	Экономический рост в стране позволил правительству улучшить контроль за долгом	09.09 Moody's B2→B1; 17.09 S&P B+→BB-; 28.09 Fitch B+→BB-
Венесуэла	506	-153	200	B2	B	Драйвером сужения спредов стало сохранение политической стабильности после окончания референдума и рост цен на нефть	25.08 S&P B → B; 07.09 Moody's Caa1→B2; 20.09 Fitch B → B+

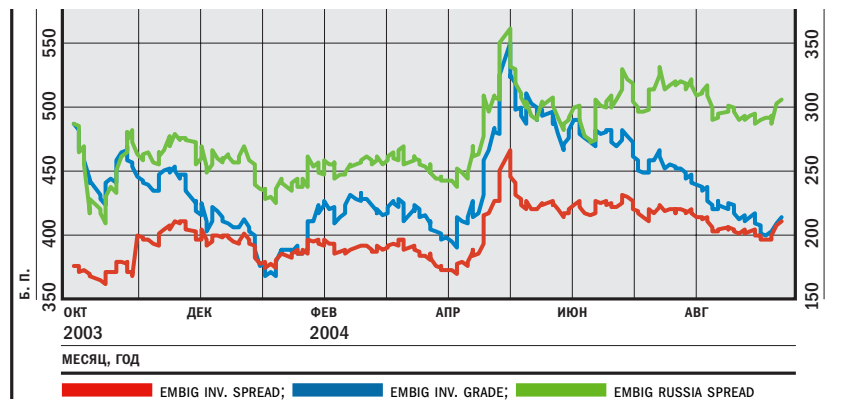
Источники: Moody's, Standard & Poor's, J.P. Morgan.

сии, во многих странах со спекулятивным рейтингом наблюдались позитивные политические процессы, которые, дополняя улучшение локальных экономик под влиянием возглавляемого США глобального роста, обусловили ряд повышений рейтингов.

В этой связи интересно сравнение российских корпоративных и банковских еврооблигаций с выпусками эмитентов других стран (рис. 2). Логика подсказывает, что корпоративный и банковский секторы российского рынка должны предлагать еще большую премию в связи с тем, что опасения инвесторов касаются прежде всего стабильности бизнеса российских компаний и банков. В реальности все не столь однозначно.

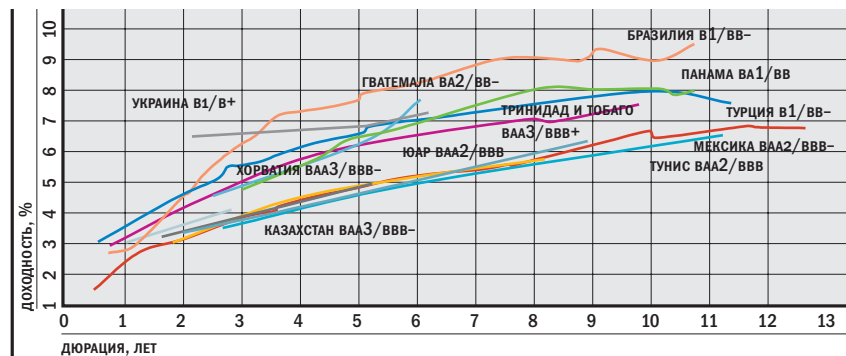
Был проведен сравнительный анализ российских корпоративных и банковских еврооблигаций и выпусков эмитентов других развивающихся стран. При этом оценка инвесторами должна была быть лишена влияния политических рисков, аналогичных российским, как следует из повышения страновых рейтингов агентствами. Также в анализ были включены высокодоходные облигации американских эмитентов, действующих в наиболее благоприятной бизнес-среде как своеобразный эталон, полностью лишенный политических рисков, свя-

Рисунок 1. ДИНАМИКА СПРЕДОВ С МОМЕНТА ПРИСВОЕНИЯ РОССИИ ИНВЕСТИЦИОННОГО РЕЙТИНГА



Источник: Bloomberg.

Рисунок 2. СРАВНИТЕЛЬНЫЕ КРИВЫЕ ДОХОДНОСТЕЙ



Источник: Bloomberg.

занных с частным бизнесом. Для анализа использовали обобщенный рейтинг, складывающийся из усредненной оценки *Moody's* и *Standard & Poor's*, а при наличии рейтинга лишь одного из агентств — эквивалентный ему. В ситуации, когда средний рейтинг определить невозможно (к примеру, когда рейтинги отличаются на одну ступень), обобщенная оценка приравнивалась к худшему из двух вариантов. Кроме того, проводился анализ компаний по отраслевому признаку, который показал, что, в отличие от суверенного сектора, корпо-

Рисунок 3. ЕВРООБЛИГАЦИИ С РЕЙТИНГОМ BB

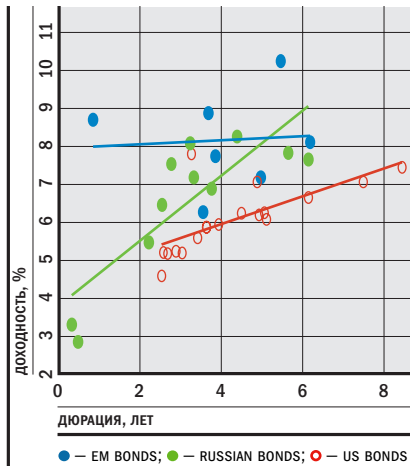
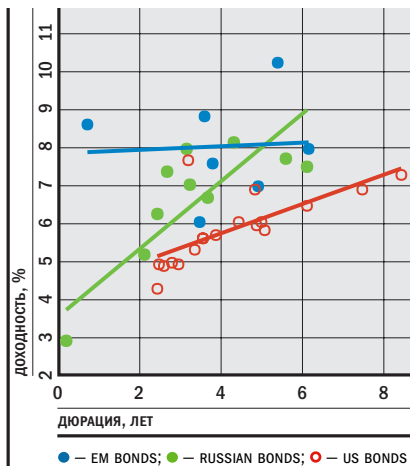


Рисунок 4. ЕВРООБЛИГАЦИИ С РЕЙТИНГОМ BB-



ративный и банковский не страдают повышенной премией за риск. Общей особенностью, наблюдаемой у других еврооблигаций развивающихся рынков, является более сильное повышение доходностей с увеличением сроков заимствований по сравнению с облигациями американских компаний.

### СРАВНЕНИЕ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ РЕЙТИНГА

Основная масса российских компаний и банков эмитентов еврооблигаций

имеют рейтинги на уровне *BB* и ниже. В группу с рейтингом *BB* (рис. 3) попали выпуски Банк Москвы-09 и Норникель-09. В то время как выпуск Банка Москвы несет в себе повышенную премию, характерную для подавляющего большинства российских банковских выпусков, Норникель-09 оценивается наравне с выпусками компаний развивающихся стран с аналогичным уровнем рейтинга. При этом облигации и тех и других торгуются с премией к американским аналогам, наиболее высокодоходные из которых располагаются на одном уровне с наиболее хорошо оцениваемыми выпусками развивающихся рынков.

В группе еврооблигаций с рейтингом *BB-* (рис. 4) российские эмитенты представлены более широко. Сюда попали еврооблигации Газпрома, МТС, ТНК-*BP* и ММК. За счет присутствия выпусков Газпрома российские еврооблигации данной рейтинговой группы находятся на уровне выпусков эмитентов других стран. Без учета газового гиганта российские выпуски несколько сдают позиции, но премии за риск все равно не наблюдается.

С переходом на более низкую ступень положение меняется. Рейтинг на уровне *B+* (рис. 5) имеют большинство банковских выпусков, в том числе Сибнефть и ВымпелКом. Традиционно осторожный подход инвесторов к риску российских банков обуславливает их высокую премию к аналогичным выпускам. В то же время выпуски ВымпелКома и Сибнефти не несут ярко выраженной премии, несмотря на то, что евробонды последней сильно пострадали из-за конфликта с ЮКОСом.

По сравнению со своими аналогами на развивающихся рынках российские еврооблигации с рейтингом *B* (рис. 6) гораздо хуже оцениваются, чем более высококачественные инструменты. Российские еврооблигации данной группы представлены такими бондами, как ВБД-08, Петрокоммерц-07, выпуски «Системы» и Северстали, МДМ-Банка, а также выпуском Роснефть-06. Еврооблигации развивающихся стран располагаются на 150–200 б. п. ниже по доходности. Еще ниже (на 50–70 б. п.) располагаются выпуски американских компаний с рейтингом *B*. Компанию российским выпускам составляют обладающие повышенной премией еврооблигации мексиканской *Transportation Ferroviana Mexicana* (транспортная компания), имеющей негативный прогноз рейтинга *Standard & Poor's*, и бонды индонезийской *Medco Energi Internasional* (нефтегазовая сервисная компания), пострадавшей из-за слухов о выходе тайландской *PTT Exploration and Production*

(нефтегазовая сервисная компания) и банка *CSFB* из акционерного капитала.

Группа выпусков с рейтингом *B-* немногочисленна (рис. 7), что не дает высокой репрезентативности и с российской стороны включает еврооблигации Уралсиба, Евразхолдинга и АЛРОСЫ. Среди них лишь выпуск АЛРОСА-08 несет премию к аналогам, укладываемую в масштабы колебания доходности, тогда как премия Уралсиба-06 и выпусков Евразхолдинга превышает 200 б. п.

Как видно на рис. 8, на российском

Рисунок 5. ЕВРООБЛИГАЦИИ С РЕЙТИНГОМ B+

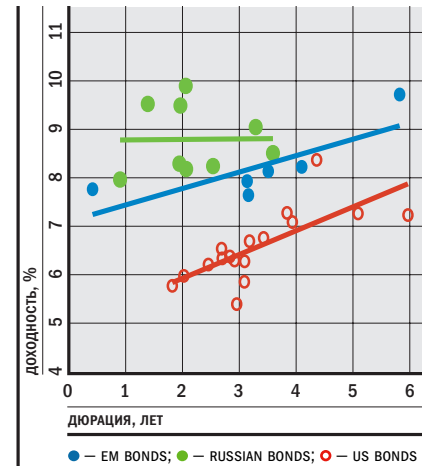
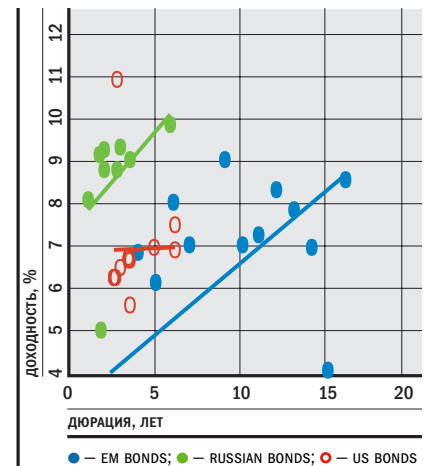


Рисунок 6. ЕВРООБЛИГАЦИИ С РЕЙТИНГОМ B



рынке осуществляется гораздо меньше «длинных» выпусков по сравнению с другими развивающимися странами и США, что связано с низким уровнем развития как рынка, так и большинства российских компаний. При этом короткий отрезок российской кривой проигрывает за счет большого количества банковских выпусков, риск которых инвесторы оценивают как высокий. Однако за исключением этих двух замечаний у российских корпоративных еврооблигаций отсутствует премия к еврооблигациям других развивающихся стран. При этом в целом бонды развивающихся стран торгуются с

премией к высокодоходным облигациям США, поскольку ведут бизнес в менее устойчивых экономиках.

## СРАВНЕНИЕ ПО ОТРАСЛЕВОМУ ПРИЗНАКУ

Сравнение еврооблигаций по отраслевому признаку дает более глубокое представление об оценке инвесторами риска российских компаний и компаний других развивающихся рынков.

Особенно рынком отмечен риск рос-

при отличии рейтингов на 3 ступени. Очевидно, что риск ТНК не скорректирован на участие BP (AA+) в акционерном капитале, в отличие от аргентинской компании. Впрочем, недооцененность ТНК-07 очевидна и без выхода за рамки российского сегмента при сравнении с «короткими» выпусками Газпрома. Еврооблигации Сибнефти также выглядят недооцененными, что объясняется затянувшимся «разводом» с ЮКОСом. Но величина премии и ТНК, и Сибнефти незначительна в сравнении с премией облигаций суверен-

ладывается в уровень волатильности доходностей выпусков. Пожалуй, единственным обращающим на себя фактом является премия МТС-08 (BB-) к *Telefonica de Argentina-07 (CC+)* в размере 60 б. п., что, по-видимому, объясняется влиянием родительской испанской компании *Telefonica S. A. (A-)*. (рис. 10)

Российские банки – наименее удачливые из групп эмитентов еврооблигаций. Как видно на рис. 11, большинству российских банков недоступно привлечение «длинных» ресурсов, в отличие от

Рисунок 7. КОМПАНИИ С РЕЙТИНГОМ В-

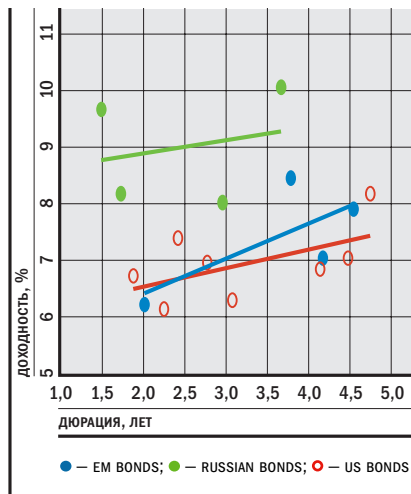


Рисунок 9. ОБЛИГАЦИИ КОМПАНИЙ НЕФТЕГАЗОВОЙ ОТРАСЛИ

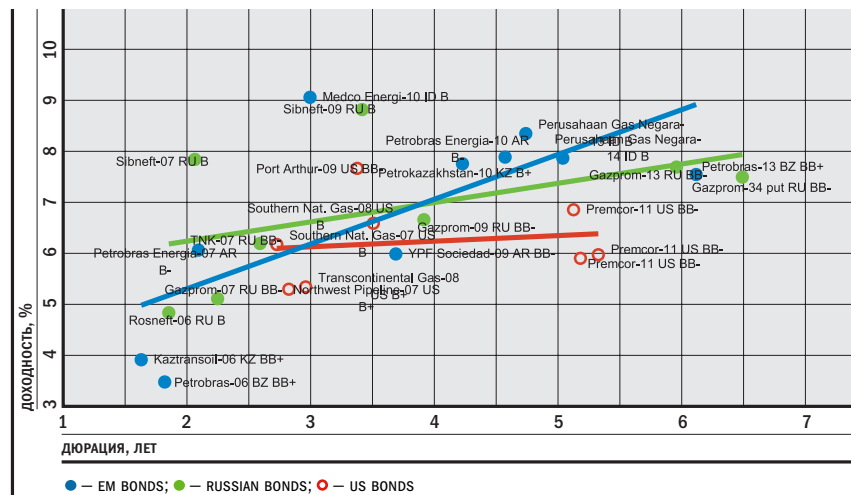


Рисунок 8. СОВОКУПНЫЙ ГРАФИК ВЫСОКОДОХОДНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

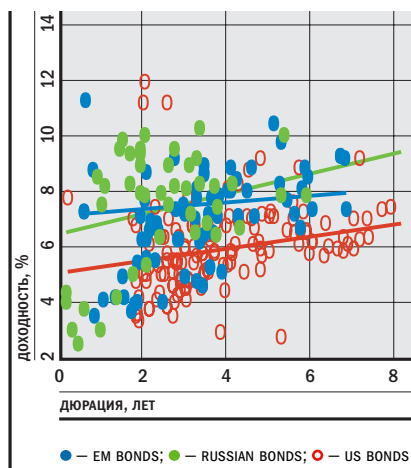
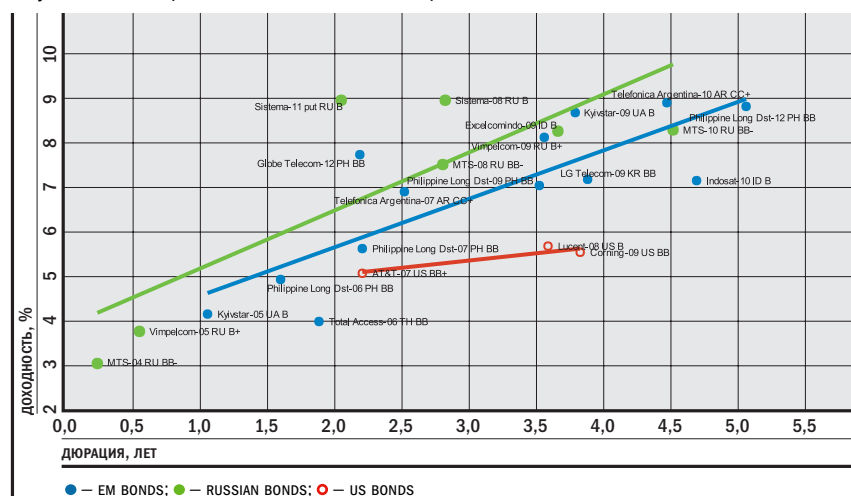


Рисунок 10. ОБЛИГАЦИИ КОМПАНИЙ ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННОЙ ОТРАСЛИ



сийских нефтегазовых компаний (рис. 9), к числу которых относится Газпром, привлекая наиболее «длинные» займы среди компаний нефтяной отрасли. «Длинные» выпуски компании торгуются приблизительно на одном уровне с еврооблигациями Petrobras-13, имеющими рейтинг на две ступени выше. Однако лишь выпуски газового гиганта оцениваются наравне с аналогами из других стран. Так, к примеру, бонд ТНК-07 (BB-) торгуется с премией в 13 б. п. к выпуску Petrobras Energia-07 (B-) – аргентинской «дочки» бразильского Petrobras (BB+) –

ного сектора, что не позволяет проводить параллели. По отношению к бумагам американских нефтегазовых компаний российские еврооблигации и выпуски некоторых стран торгуются в большинстве случаев с премией, несмотря на аналогичные или даже более низкие рейтинги американских аналогов.

Выпуски российских «телекомов» также не несут премии к еврооблигациям других развивающихся стран. Выпуски МТС и ВымпелКома нередко торгуются лучше аналогичных по рейтингу облигаций, а величина дисконтов и премий ук-

своих аналогов на развивающихся рынках. Исключением являются лишь банки с госучастием – ВТБ, Газпромбанк и Банк Москвы, разместившие наиболее «длинные» выпуски. При этом бросается в глаза тот факт, что российские бумаги госбанков торгуются наравне с бумагами казахстанских банков, в обоих случаях неся премию к выпускам эмитентов других развивающихся стран. Так, например, ВТБ-08 (BBB-) имеет сравнимый уровень доходности с бондами индонезийского Bank Mandiri-08 (B), а на дальнем конце кривой «длинные» выпуски казахстанских

банков с рейтингами на уровне *BB+* торгуются вровень с выпусками *Bank Danamon (B-)*. Подобная ситуация, вероятно, объясняется одновременно более высоким риском банковских систем двух стран СНГ в целом и скромным масштабом, а также меньшей историей стабильной работы.

При этом основной части российских банков-эмитентов доступны выпуски длиной не более 3 лет при солидной премии, превышающей в ряде случаев 300 б. п. Одной из причин столь высо-

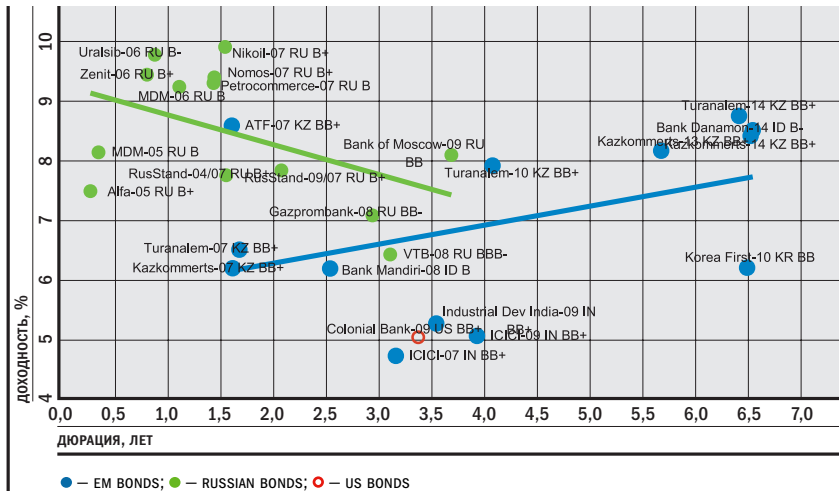
ко, что корпоративный и банковский секторы совершенно не учитывают существующие риски: премии, с которыми торгуются выпуски, разнородные и характеризуются иной природой, чем премия суверенного сектора. Некоторые корпоративные выпуски торгуются наравне с аналогами, другие несут премию в размере 200 б. п. и более, а банковские бумаги недооценены даже в случае с госбанками.

Позитивный сценарий разрешения ситуации вокруг ЮКОСа может способствовать извлечению суверенного сек-

торского российского рейтинга и ухудшит инвестиционный климат. В этом случае можно ожидать увеличения спредов еврооблигаций, поскольку им вряд ли удастся продолжать игнорировать существующие риски. Суверенные бонды вряд ли увеличат спреды, поскольку в случае с государственными обязательствами риски компенсируются высокой кредитоспособностью на уровне стран с инвестиционным рейтингом.

Таким образом, на российском рынке наибольшей фундаментальной привлекательностью обладают суверенные еврооблигации и недооцененные корпоративные бумаги (выпуски металлургических компаний, АЛРОСЫ и «Вимм-Билль-Данна», а также бонды АФК «Система»). Указанные инструменты имеют высокие шансы демонстрировать опережающую динамику спредов в текущих условиях, вместе с тем они лучше защищены на случай неблагоприятного развития ситуации. ■

Рисунок 11. ОБЛИГАЦИИ БАНКОВ



ких премий может быть то, что на рынке банковских еврооблигаций резиденты играют значительную роль, тогда как интересы большинства международных инвесторов распространяются лишь на госбанки. Соответственно меньшая инвестиционная база, ограниченная размером лимитов российских участников, обуславливает наблюдаемую величину премий.

## Выводы

Повышенная премия суверенного сектора российского рынка сложилась в результате так называемого «дела ЮКОСа», в связи с чем возникли опасения относительно условий работы частного бизнеса в России. Но проведенный анализ показы-

вает, что корпоративный и банковский секторы от премии к странам-«аналогам» на фоне перспектив повышения рейтинга России до «полного» инвестиционного уровня. Корпоративные и банковские еврооблигации будут реагировать по-разному. Так, облигации нефтегазовых компаний и «телекомов» при прочих равных условиях имеют ограниченный потенциал снижения доходности, торгуясь наравне с аналогами, и сумеют продемонстрировать разве что спекулятивный рост. Наибольшее преимущество получают недооцененные выпуски, которые получают шанс достичь справедливых по сравнению с аналогами уровней доходности.

Также возможен негативный сценарий: неблагоприятное завершение «дела ЮКОСа» надолго отсрочит повыше-

**По отношению к бумагам американских нефтегазовых компаний российские еврооблигации и выпуски некоторых стран торгуются в большинстве случаев с премией, несмотря на аналогичные или даже более низкие рейтинги американских аналогов.**