

Анализ рейтингов российских еврооблигаций

Казаков Егор Олегович

Аспирант

МГУ им. М.В. Ломоносова, экономического факультета

egor.kazakov@gmail.com

Проблема

Кредитные рейтинги, присваиваемые рейтинговыми агентствами выпускам российских облигаций, не позволяют напрямую сопоставлять выпуски с иностранными аналогами. В связи с этим возникают трудности с оценкой кредитных спредов для облигаций российских эмитентов. Это проблема может быть решена за счет использования при межстрановом сравнении данных о более узком классе - российских еврооблигациях. В рамках исследования был поставлен вопрос о том, насколько спрэды российских еврооблигаций отражают различие в рейтингах.

Данные

Рейтинги каждой из 47 попавших в выборку бумаг¹ был приведен к единой шкале (использовалась градация, принятая агентствами Standard&Poor's Fitch).

Наибольшую долю имел рейтинг, представленный всего тремя бумагами BBB- (более 49% объема выборки), т.е. на два уровня ниже суверенного рейтинга Российской Федерации. Этот рейтинг имели еврооблигации таких первоклассных заемщиков, как Газпром, Норильский Никель и Газпромбанк. Три из пяти рассматриваемых выпусков Газпрома имели рейтинг выше суверенного – на уровне A-, что свидетельствует об элиминации части странового риска при выпуске еврооблигаций данным эмитентом.

Были построены спрэды доходности к погашению еврооблигаций по состоянию на 31.12.2006 г. к соответствующим точкой безрисковой кривой спот-ставок (была построена по данным о доходности векселей и облигаций Казначейства США).

Результаты

На основании проведенного анализа можно сделать вывод, что для российских еврооблигаций имеет место снижение спреда по мере повышения уровня кредитного рейтинга. Так, средний спред для еврооблигаций, имеющих рейтинг BBB+, составляет 1,8%, в то время для еврооблигаций с рейтингом B+ этот показатель составляет 3,8%.

К сожалению, слишком маленький объем выборки не позволяет строить тестовые статистики для строгой проверки данного утверждения.

Поэтому для дополнительного подтверждения данного вывода были построены две кривые спот-ставок: еврооблигаций, имеющих спекулятивный рейтинг, и еврооблигаций, имеющих инвестиционный рейтинг. В результате сглаживания соответствующих кривых оказывается, что еврооблигации спекулятивного уровня имеют более высокий спред, чем еврооблигации инвестиционного уровня. Таким образом, можно утверждать, что более высокий рейтинг уменьшает величину спреда вне зависимости от срока обращения еврооблигации.

Литература

1. Фабозци Ф. Рынок облигаций: Анализ и Стратегии, М.:Альпина Бизнес Букс, 2005.
2. Rating Transitions and Defaults Conditional on Rating Outlooks Revisited: 1995-2005, Moody's Special Comment, Dec. 2005.

¹ Автор благодарит Московское представительство компании Reuters за предоставленные данные