2013 год начался с хороших новостей — американские и европейские инвесторы ринулись в junk bonds, что является признаком восстановления аппетита к риску, и часто — начала bull-рынка. Дело, однако, не только в изменившемся аппетите к риску, но и в том, что именно сейчас покупка и хеджирование кредитных портфелей, портфелей высокорискованных корпоративных бондов и тому подобного оказываются наименее дороги с точки зрения открытия сбалансированных позиций и предоставляют инвесторам возможность с высокой вероятностью получить гарантированную прибыль. Чтобы понять, почему именно сейчас возможность отведать «бесплатный ланч» как никогда высока, предлагаю вспомнить одну интересную историю, произошедшую лет десять назад с американским инвестиционным банком JP Morgan Chase (JPMC).

Carpe Diem: время отведать «бесплатный сыр»

Максим БУЕВ,
профессор прикладных финансов банка Barclays, декан факультета экономики Европейского университета в Санкт-Петербурге

В начале 2000-х годов отдел JPMC в Лондоне, занимавшийся конвертируемыми корпоративными бондами («конвертами»), делал неплохие деньги. «Конверты» — облигации, которые ведут себя как акции, когда рынок растет, и как обыкновенные облигации, когда рынок стагнирует. С точки зрения теории ценообразования «конверт» на растущем рынке — это на самом деле call-опцион на акцию. Поэтому в JPMC «конвертами» занимались трейдеры, которые свои основные навыки отшлифовали именно на акциях. Однако в 2001 году рынок упал и «конверты» неожиданно оказались просто облигациями, и люди, никогда не занимавшиеся кредитом, не знали, что с ними делать. У JPMC остался огромный портфель, которым никто не мог толком управлять. Можно было, конечно, захеджировать зашитые в портфель риски дефолта с помощью CDS — самый распространенный метод, — однако это было очень дорого, да и ликвидность на рынке CDS в необходимом объеме отсутствовала. Тогда по старой привычке трейдеры попробовали отхеджировать портфель акциями. Поначалу получалось. Но вот рынок снова пошел вверх, и отдел стал терять деньги. Банковские боссы, разумеется, были недовольны. Что делать? Команде отдела отвели 3–4 месяца на эксперименты и поиск решения проблемы, при отсутствии которого обещали уволить всех к чертовой матери...

Проблема JPMC была в том, что «конверт» не только эквивалентен длинному call-опциону на акцию, когда рынок идет вверх, но также и короткому put-опциону на компанию, когда рынок идет вниз. Это следует из арбитражной модели структуры капитала, предложенной еще в 1974 году Робертом Мертоном, экономистом из Массачусетского технологического института. Если цена на актив слишком волатильна, put-опцион дает о себе знать и может испортить всю картину хеджа.

Комбинация с длинным call и коротким put называется risk reversal (RR). В 2001 году JPMC спас ситуацию с портфелем «конвертов», как только понял, что хеджировать его нужно не call-опционом, а именно комбинацией RR. В итоге JPMC

получил даже престижнейшую награду Credit Derivatives House of the Year–2001 от журнала Risk. Никого, разумеется, не уволили, а даже наоборот — озолотили.

Хеппи-энд? «Just you wait, Henry Higgins!» — сказала бы Элайза (героиня Одри Хепберн в фильме My Fair Lady), торгующая цветами на рынке в Ковент-Гарден: на этом история не заканчивается. JPMC не был бы одним из ведущих мировых инвестиционных банков, если бы не стал развивать идею с комбинацией RR дальше.

Модель Мертона позволяет понять, как ведут себя облигации при изменении цен на акции. Более того, теоретически она позволяет по поведению фондового рынка сделать заключение о реальной цене активов и долга той или иной компании и, следовательно, вывести из этого ожидаемую вероятность дефолта для этой компании. В индустрии такие модели хорошо известны и построены каждым крупным игроком финансового сектора. В JPMC модель была известна под именем CreditGrades, в Moody's — KMV; в Credit Suisse подобная модель использовалась для оценки портфелей, норм резервирования и присвоения внутренних рейтингов различным активам.

До определенного момента, где-то до 2003 года, никто на рынке, однако, не пытался использовать модель для спекуляций на основе изменения цены одного актива относительно эквивалетного ему актива, его хеджа. Этим занимаются так называемые отделы relative value (RV). Модель стали реально использовать для торгов, когда в RV пришли люди из отделов по работе с конвертируемыми бондами.

Трейдеры заметили, что раз определенным образом построенная структура RR по сути эквивалентна заключению о реально ожидаемой вероятности дефолта той или иной компании, то на разнице в ценах комбинации RR и CDS на компанию можно делать деньги. Однако много денег на торгах RR vs CDS на отдельное имя не заработаешь. То есть можно, конечно, сделать несколько миллионов, что достаточно для домохозяйки, экспериментирующей в свободное время игрой на бирже, а вот для банка — маловато. Нужно развивать масштаб. Интересно как?

Для начала можно купить не один CDS, а целую корзину — допустим, чтобы захеджировать какой-нибудь кредитный портфель на балансе у банка. Этим банк уберет риски дефолта компаний, входящих в портфель. Однако то же самое по идее можно сделать и с помощью корзины комбинаций RR, что следует из модели Мертона. Какой из вариантов лучше? Тот, который дешевле, разумеется. В то же время если есть два одинаковых варианта хеджа, то, купив дешевый и продав дорогой, на разнице можно делать деньги!

Практика JPMC показала, что страхование портфелей с помощью опционов, то есть RR, обходится дороже, чем с помощью CDS. Купленные CDS — это уже «синица в руках». Для того чтобы поймать «журавля», продаем корзину RR. Так называемые ванильные структуры, вроде RR, легко хеджируются акциями, что следует из работ того же Мертона, а также его знаменитых коллег, Фишера Блэка и Майрона Шоулза, последний из которых получил вместе с Мертоном Нобелевскую премию по экономике в 1997 году. Захеджированные акциями комбинации RR в каком-то смысле нейтральны. Зачем они вообще тогда нужны? Дело в том, что корзина акций, которую мы получили при хедже, — это некий индекс. Если мы теперь продадим на рынке один из индексов (возьмем любой подходящий — Euro Stoxx, FTSE, DAX, AEX и так далее), то как раз на различии в движении корзины акций и индекса и можно получать прибыль, фокус лишь в том, чтобы корзину акций подобрать так, чтобы она в высокой степени коррелировала с индексом в момент входа в такую сложную комбинацию.

> RISK REVERSAL — КРАСИВАЯ, МАСШТАБНАЯ, ИНТЕЛЛЕКТУАЛЬНАЯ И ДЕШЕВАЯ ДЛЯ ИНВЕСТОРА КОМБИНАЦИЯ. ПРИ ЛЮБОМ РАСКЛАДЕ ОН ДЕЛАЕТ ДЕНЬГИ. ЧИТАЙ — БЕСПЛАТНЫЙ ЛАНЧ ИЛИ СЫР, КОМУ ЧТО БЛИЖЕ

Что это означает? Проданный на рынке индекс эквивалентен продаже более дорогого варианта хеджа некоего кредитного портфеля, лежащего в основе, с помощью комбинации RR. При этом в отличие от опционов индекс намного ликвиднее, что для банка означает меньшие транзакционные издержки, меньшие costs of carry. В то же время сам кредитный портфель захеджирован по дешевому варианту CDS. Если за все время существования этой сложной схемы на рынке ничего не происходит — банк делает деньги: кредиты в портфеле возвращаются, а расходы на страховку, покупку CDS, с лихвой покрываются за счет продажи индекса. Если же отдельная компания из кредитного портфеля банкротится — то убытки покрываются за счет купленной страховки, CDS. При этом влияние отдельного банкротства на индекс минимально, он не падает, что гарантируется высокой корреляцией корзины акций и индекса в момент входа в хедж.

Красивая, масштабная, интеллектуальная и дешевая для инвестора комбинация — при любом раскладе он делает деньги. Читай — бесплатный ланч или сыр, кому что ближе. Чтобы сыр не оказался в мышеловке, однако, нужно гарантировать себя от событий вроде глобальных кризисов или краха Twin Towers в Нью-Йорке в сентябре 2001 года, когда либо все акции (и индексы) дружно идут вниз, либо торги на бирже в принципе останавливаются. В этом случае в комбинации нейтральными по отношению друг к другу будут индекс и корзина акций, а потенциальные убытки инвестор может понести из-за продажи RR. Разумный хедж на рынке опционов позволяет закрыть и эту «течь», что и сделали мудрецы из отдела RV в JMPC.

Эта комбинация получила в лондонском Сити негласное название market capital structure arbitrage, по аналогии с арбитражем структуры капитала (capital structure arbitrage) в модели Мертона. Упоминание рынка (market) в названии здесь говорит о том, что в отличие от модели Мертона не делается никаких предположений о структуре капитала на основе балансового счета: Мертон предполагал, что активы и пассивы компаний всегда сбалансированы. Модель же Risk Reversal базируется лишь на том, что неявно подразумевает или знает рынок.

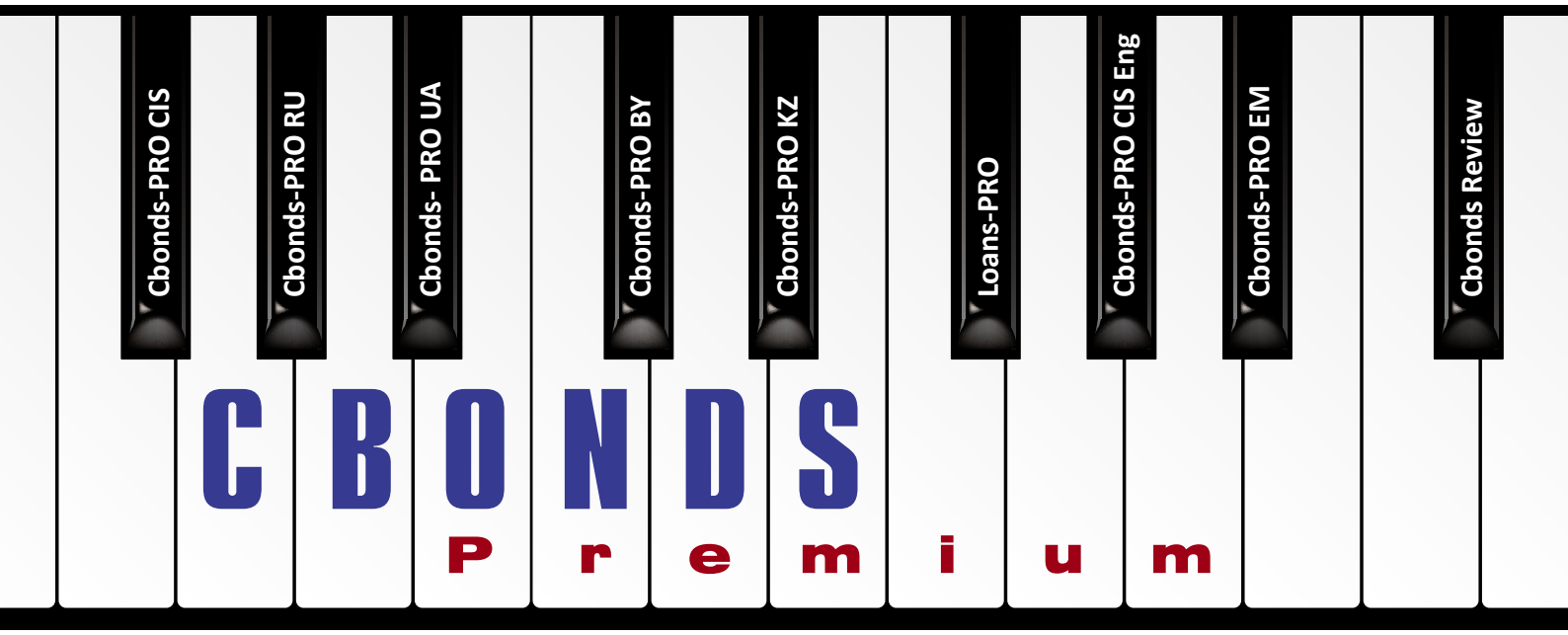
Вернемся, однако, к тому, с чего мы начали наш рассказ. 2013 год

стартовал с того, что европейские и американские инвесторы радостно стали входить в портфели рискованных облигаций. С одной стороны, действительно, на рынке повеяло некоторым оптимизмом, за счет прогресса по урегулированию экономических проблем в Европе. С другой стороны, инвесторы знают, что сейчас рынок находится там, где купленные кредитные портфели можно дешево захеджировать, да еще и сделать на хедже легкие деньги. Почему? Потому, что сейчас вход в комбинации вроде описанной выше модели Risk Reversal, реализованной JPMC десять лет назад, ничего не стоит. В настоящий момент хеджирования кредитных портфелей корзинами CDS и индексами эквивалентны по цене. Имеет смысл входить бесплатно и ждать момента, когда два варианта разойдутся по стоимости. Иными словами, на этом можно делать деньги при достаточном терпении. Нужно просто ждать момента, вроде того, который случился в июне 2007 года, когда Merrill Lynch не стал договариваться с Bear Stearns по поводу возвращения последнему мультимиллионного залога, что подтолкнуло Bear Stearns к банкротству и породило четыре года катаклизмов. Инвесторам, однако, не надо предугадывать такой момент, который породит лавину. Главное, что от самой лавины они будут застрахованы.

Фактически такая комбинация — это трудоемкий call-опцион на кредитный спред корзины акций. И эта вещь исключительно важна для того, чтобы хеджировать любой кредитный портфель. А это уже чрезвычайно интересно для многих участников рынка, которые сидят на выданных кредитах, в том числе с точки зрения оптимизации их капитала и тому подобного.

Доступна ли модель для российского инвестора? Хотя многие банки и инвестиционные компании в лондонском Сити теперь имеют аналогичные стратегии для инвесторов, не все предлагают их в России. Лишь некоторые из них, такие как, например, Fusion Asset Management, основанная одним из участников звездной команды JMPC 10-летней давности, работают с подобными стратегиями на нашем рынке. Причина? Скорее всего, она состоит в том, что маркетирование RR-стратегии на рынке, где большинство инвесторов следуют принципам value investing, непросто, несмотря на тот факт, что две стратегии — две стороны одной медали. Типичные value investors базируются на идеях Бена Грэма, Девида Додда и Уоррена Баффета, суть которых заключается в покупке акций тех или иных компаний, которые кажутся недооцененными. Подобные решения часто принимаются на основе некоторого фундаментального анализа, например анализа финансовой отчетности компаний и их балансовых счетов, то есть value investors пытаются оценить акции из цены кредита. RR-модель идет обратным путем: пытается оценить долг, взятый кредит, исходя из того, как движутся акции.

Так или иначе, RR-модель снова в силе. Как говорил Гораций: «Carpe diem quam minimum credula postero». Иными словами: инвестор, «лови момент и как можно меньше верь будущему»! ©



ПРЕМИУМ-ТАРИФ,
включающий все информационные услуги Cbonds

Для оформления платного или пробного доступа к услуге зайдите в раздел меню «Доступ к сайту» на сайте Cbonds.info

на правах рекламы