Влад ГОРЯЧЕВ,
директор, Академия структурирования,
финансовый консультант

ASW сидели на трубе

СПРЕДЫ И ИХ ЗНАЧЕНИЕ НА РЫНКЕ ОБЛИГАЦИЙ

Доходность к погашению вовсе не означает рентабельность инвестиции. Помимо основного сценария, где эмитент выполнит все свои обязательства, существует определенная вероятность дефолта — пропуск платежа по купону, банкротство, мораторий страны на вывод капитала и тому подобное. Предположив, что рынок эффективен, мы можем с уверенностью сказать, что повышенная доходность одного инструмента по сравнению с другим, аналогичным, связана с разницей в кредитных рисках их эмитентов.

Хотелось бы иметь общий знаменатель — базовую кривую безрисковой доходности в каждой валюте, чтобы легко вычислять дополнительную доходность любого рискованного инструмента — спред над этой кривой. Однако на практике участники долгового рынка могут подразумевать под спредом сразу несколько разных величин. Здесь надо быть предельно внимательным, чтобы понять, о чем именно они говорят.

Во-первых, существует «спред над свопами», или разница между доходностью бонда к погашению и ставкой рыночного процентного свопа, ближайшего по сроку. Эту простую величину банки котируют заемщикам и инвесторам в процессе эмиссии новых облигаций с фиксированным купоном. Абсолютная величина будущего купона может меняться вместе с колебаниями процентных ставок и только после заполнения книги заявок и, собственно, выпуска облигаций принимает определенное значение. Доходность к погашению фиксируется как сумма текущей котировки по свопу плюс обещанный спред. Таким образом, инвестиционные банки избегают необходимости постоянно обновлять маркетинговые материалы из-за скачущих процентных ставок на рынке.

Во-вторых, кредитным спредом часто называют Z-spread. Это значение вычисляется в терминале Bloomberg и представляет собой некий процент, на который нужно подвинуть сразу все точки бескупонной своп-кривой дисконтирования (Z означает zero), чтобы безрисковая модель бонда показала рыночную цену. Ведь если дисконтировать ожидаемые платежи корпоративной облигации, используя просто бескупонные процентные ставки свопов, то цена окажется сильно завышенной — риск дефолта игнорируется. Вот и придумали параллельно сдвигать своп-кривую вверх, пока цена не окажется правильной.

Построение бескупонной кривой из рыночных котировок достигается процедурой bootstrapping. Например, ежегодный купон двухлетней облигации дисконтируется два раза: в конце первого года и в конце второго. Использование одной и той же ставки

дисконтирования — доходность к погашению — для поиска приведенной стоимости есть некое усреднение. Логичнее было бы найти однолетний бонд того же эмитента и использовать его доходность для первого купона. А затем, зная рыночную цену, подобрать правильную ставку дисконтирования для второго купона и погашения. Теперь, зная ставку на один и два года, через рыночную цену трехлетней облигации найти трехлетний процент и так далее. Каждая дата платежа в будущем имеет свою собственную, так называемую бескупонную, ставку дисконтирования. А совокупность таких точек — бескупонная кривая.

Серьезные банки имеют собственные модели для построения своп-кривой, а главное — для качественной интерполяции бескупонных ставок при дисконтировании произвольных платежей. Свопы выбраны потому, что они идентичны, ликвидны и котируются на все стандартные сроки, в отличие от облигаций. Для простых инвесторов величина Z-spread появляется автоматически на экране с деталями облигации и удобна для сравнения доходностей нескольких бондов.

В-третьих, у каждого бонда существует Asset Swap Spread. Он тоже автоматически вычисляется в терминале Bloomberg и требует еще большей осторожности. Речь идет о продаже корпоративной облигации инвестору, который не хочет нести риск процентных ставок. Так как большинство облигаций имеют фиксированные, а не плавающие купоны, необходимо структурное решение — банк продает облигацию в паре со специально подобранным «свопом на актив». Процент по фиксированной ноге и даты платежей полностью соответствуют купонам бонда. Спред над LIBOR по плавающей ноге подбирается таким образом, чтобы инвестор потратил на приобретение пары бонд + своп 100% номинала. Такой ASW-спред над LIBOR отражает не только кредитный риск эмитента, но и степень дисконта (если цена ниже номинала) или премии (если цена выше) конкретной облигации — он бесполезен для кредитного анализа!

В-четвертых, кредитным спредом часто называют котировки Credit Default Swaps. Еще их называют CDS-спредами, хотя это, по сути, неправильно. Дефолтные свопы представляют собой частные двусторонние договоры, лишь косвенно ссылающиеся на определенные публичные бонды. Их котировки (в базисных пунктах в год) правильно называть «премиями», подобно ежегодной страховке на машину. Купивший защиту инвестор в случае дефолта получает сумму, эквивалентную потерям реальных держателей данного бонда. Для точного соотношения премии CDS и доходности облигации необходима модель вероятностей дефолта в каждый момент времени. Просто так, на глаз, сравнивать кредитные спреды и премии CDS, а тем более путать их между собой очень опасно.

В-пятых, под кредитным спредом ни в коем случае нельзя понимать спред над LIBOR у облигаций с плавающим купоном. В момент выпуска — да, такой спред отражает кредитный риск компании, и цена облигации равняется номиналу. Но как только рыночная цена становится выше или ниже номинала, кредитный риск, соответственно, снижается или возрастает. А купонный спред над LIBOR, зафиксированный в проспекте, остается неизменным.

Все определения спреда, приведенные выше, базировались на так называемой своп-кривой дисконтирования в качестве безрисковой (ее еще называют «кривой LIBOR»). Причина кроется в огромной популярности свопов на процентные ставки среди банков. К тому же такой спред легко торговать, хеджируя риск процентных ставок облигаций свопами, то есть покупая и продавая asset swap.

Так как оба участника свопа — солидные финансовые учреждения и в каждый момент времени риску дефолта подвергается лишь разница во встречных купонах, кредитным риском обычно решают пренебречь. Огромная конкуренция и высокий объем торгов привели к тому, что фиксированные процентные ставки по свопам от 2 до 30 лет стали бенчмарками, от которых отсчитывают свою доходность все остальные финансовые инструменты в мире. Наличие стандартных сроков у свопов на каждое количество полных лет, начиная с сегодняшнего дня, позволяет легко строить кривую доходности и следить за малейшими изменениями ее формы.

Однако, в полном смысле слова, ставка межбанковского финансирования LIBOR не является безрисковой. Крах Lehman Brothers в 2008 году показал, что излишнее доверие и зависимость банков друг от друга может привести к печальным последствиям. Вдобавок последующие годы преподнесли еще один сюрприз: регуляторы обнаружили злостное манипулирование банками самим LIBOR.

ASW-СПРЕД НАД LIBOR ОТРАЖАЕТ НЕ ТОЛЬКО КРЕДИТНЫЙ РИСК ЭМИТЕНТА, НО И СТЕПЕНЬ ДИСКОНТА ИЛИ ПРЕМИИ КОНКРЕТНОЙ ОБЛИГАЦИИ

Ведь фиксинг этого базового индикатора происходит не по реальным сделкам, а по котировкам предложений финансирования от банков. Сговор между ключевыми трейдерами позволил выставлять нерыночные оценки миллионам деривативных контрактов, с плачевными для инвесторов последствиями.

У этой неприятной проблемы, подрывающей доверие к инвестиционным банкам, есть как минимум два решения. Первое — это вообще игнорировать рынок свопов, каким бы ликвидным и удобным он ни был. Доходность корпоративных облигаций можно сравнивать напрямую с наименее рискованными инструментами в мире — казначейскими обязательствами США и ведущих стран Европы. Да, из-за наличия потолка госдолга правительство США уже несколько раз угрожало дефолтом своему парламенту, и их кредитный рейтинг потерял высшую оценку AAA. Но из существующих на сегодня в мире инструментов эти облигации, вероятно, последними утратят доверие инвесторов.

Простейший способ анализа доходности корпоративной облигации — T-spread. Это разность с ближайшей по сроку Treasury benchmark. Участники рынка казначейских облигаций США выбирают наиболее активные выпуски 2-, 5-, 10- и 30-летних облигаций в качестве основных и уже с их доходностью сравнивают все остальные. Даже трейдеры межбанковских свопов котируют свои инструменты через T-spread. Это единственный параметр, который движется достаточно медленно, чтобы его можно было корректировать руками. Например, 5-летний своп, при доходности 5-летней Treasury 2.10%, может котироваться 2.30% / 2.32%. На экране трейдер выставляет спред bid = 20 bps, а спред offer = 22 bps. Сами казначейские облигации уже давно котируются и торгуются сверхбыстрыми компьютерами — люди просто не успевают.

Для номинированных в евро облигаций ключевым является спред над Bunds — казначейскими облигациями Германии. Как самая экономически развитая страна региона, она стала тихой гаванью для инвесторов в период паники 2012 года. Но ликвидность этого рынка гораздо меньше, чем у Treasuries. Как результат, доходность 10-летних германских гособлигаций сильно падала, в то время как доходность бумаг других европейских стран росла. Если инвестор в корпоративные облигации, номинированные в евро, использовал в тот момент для оценки риска именно спред над Bunds, то его ждал неприятный сюрприз.

Из-за большого расстояния по срокам между бенчмарками использовать T-spread на практике неудобно: например, если двухлетняя ставка Treasury = 1%, пятилетняя = 4%, а у нас трехлетняя корпоративная облигация с доходностью 2%. Если сравнивать с ближайшей точкой, то T-spread = 100 б.п. Но можно линейно интерполировать, и тогда спред, называемый в этом случае G-spread, будет равен 0 б.п! А если при этом 10-летняя Treasury приносит 3%, то есть кривая изгибается как мост, — как ее интерполировать? Также при переходе на новые бенчмарки раз в год спред будет резко прыгать.

Использовать доходности других, менее ликвидных выпусков гособлигаций для построения более полной кривой нельзя. Их котировки слишком зависят от популярности, временных дисбалансов в спросе/предложении, а неравномерные сроки диктуются потребностями финансирования. Именно поэтому профессионалы строят бескупонную кривую на основе свопов. У них гораздо больше ликвидных точек, чем четыре казначейских бенчмарка.

Однако чтобы избежать махинаций в дальнейшем, необходимо перевести фиксинг этих деривативных контрактов с LIBOR на более объективный индикатор краткосрочных ставок. Таким кандидатом в Америке становится Fed Funds Rate — ставка, по которой банки одалживают друг другу на одну ночь средства, депонированные в Федеральной резервной системе.

Overnight Index Swap (OIS) использует среднее геометрическое этой ставки в каждый купонный период, тем самым сводя на нет возможности для манипулирования. Аналогичный механизм в Европе называется EONIA (European OverNight Index Average), а в Великобритании — SONIA (Sterling OverNight Index Average). Даже в России уже есть RUONIA (Ruble OverNight Index Average). Банкиры, разумеется, не спешат ничего менять, но регуляторы полны решимости.

Для практических целей кривые бескупонной доходности, построенные на котировках таких новых свопов в каждой валюте, и спреды над ними являются самыми объективными. Тот факт, что любой своп имеет некоторый кредитный риск на контрагента, — не проблема. Для целей анализа, прайсинга и хеджирования корпоративных облигаций нам важнее не абсолютная величина кредитного риска, а удобный общий знаменатель.

T-SPREAD — ЕДИНСТВЕННЫЙ ПАРАМЕТР, КОТОРЫЙ ДВИЖЕТСЯ ДОСТАТОЧНО МЕДЛЕННО, ЧТОБЫ ЕГО МОЖНО БЫЛО КОРРЕКТИРОВАТЬ РУКАМИ