Татьяна КУЗЬМИНА,
CFA, продажи инструментов финансового рынка, ЮниКредит Банк

Наталья БАЕВА,
синдикат, долговые рынки капитала, ЮниКредит Банк

Заграница нам поможет: кривые IRS, CCS на практике

Инвесторы постоянно сталкиваются с задачей построения торговых стратегий и выбора наиболее оптимальных инструментов с точки зрения сочетания риска и доходности. На стоимость облигаций воздействуют многие факторы, однако сильнее всего цена бумаг зависит от динамики кредитного риска эмитента и уровня процентных ставок в экономике. На что ориентироваться при выборе того или иного инструмента? Что может служить бенчмарком для сравнения? Какие показатели оценивать при формировании торговой стратегии? Анализ основных ориентиров процентных ставок поможет дать ответы на эти и другие вопросы.

СТАВКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

Определенные категории инвесторов (банки, хедж-фонды и другие) используют привлеченные средства для фондирования своих портфелей облигаций. Зачастую финансирование средне- и долгосрочных вложений происходит с помощью привлечения краткосрочных ресурсов на денежном рынке (краткосрочные сделки РЕПО, операции МБК, валютного свопа и так далее). В этой связи динамика ставок денежного рынка чрезвычайно важна для оценки текущих и будущих затрат. При резком росте ставок на денежном рынке владение облигациями, приобретенными по более низким доходностям (в случае, когда текущая доходность облигации не окупает затрат на фондирование позиции), может стать убыточным.

Очевидно, что любое смягчение денежно-кредитной политики регулятором посылает позитивный сигнал участникам рынка облигаций. Ставки денежного рынка, как правило, повторяют динамику нормативных ставок. В случае ужесточения денежно-кредитной политики Банком России наблюдается аналогичная тенденция со стороны ставок денежного рынка. Доходности облигаций будут реагировать подобно ставкам денежного рынка, однако степень реакции ставок денежного рынка и доходностей облигаций на действия регулятора может быть различной. Поэтому для разработки качественных торговых стратегий необходимо не только понимание динамики нормативных и краткосрочных процентных ставок, но также построение и прогнозирование всей временной структуры процентных ставок.

КРИВАЯ ДОХОДНОСТЕЙ ОФЗ

Выбор доходностей ОФЗ в качестве одного из ориентиров процентных ставок в экономике не случаен. Во-первых, государственные бумаги являются безрисковыми инструментами среди всех объектов инвестирования в той или иной стране. Безусловно, в полной мере безрисковыми их назвать нельзя, так как государственные облигации несут кредитный риск эмитировавшего их государства. Однако для локального инвестора кредитный риск таких облигаций отсутствует. Во-вторых, государственные облигации имеют различные сроки до погашения, включая долгосрочные (как правило, до 30 лет). Благодаря этому кривая доходности государственных бумаг является ориентиром для долгосрочных заимствований корпоративных эмитентов, не имеющих развернутой временной структуры своих публичных обязательств. В-третьих, рынок ОФЗ является относительно ликвидным. Сделки с государственными бумагами продолжают заключаться даже в периоды сильных движений на рынке, в то время как сектор корпоративных облигаций замирает и надолго теряет ликвидность. По мере восстановления рынка бумаги корпоративных эмитентов постепенно переоцениваются в зависимости от новых уровней кривой ОФЗ. Таким образом, кривая доходностей представляет собой не только ориентир безрисковых ставок в экономике, но является отправной точкой для оценки привлекательности корпоративных и муниципальных облигаций. Оценка номинальных спредов к кривой ОФЗ – наиболее распространенный механизм сравнения облигаций одного и того же кредитного качества. Более точным методом сравнения относительной привлекательности облигаций является вычисление показателя Z-spread к бескупонной кривой, построенной на основе кривой ОФЗ.

Форма кривой доходности ОФЗ также является объектом анализа трейдеров и управляющих портфелями облигаций при выборе подходящей торговой стратегии, позволяя заработать определенный (и подчас немалый) доход, используя для инвестирования только безрисковые государственные облигации с невысокой доходностью к погашению. Прогнозируя изменение формы кривой доходности, инвесторы увеличивают свои позиции в тех секторах, где ожидается наибольшее снижение уровня процентных ставок и, наоборот, сокращают свои позиции в тех секторах кривой, где ожидается повышение процентных ставок. При этом учитывается степень чувствительности облигаций к изменению ставок в том или ином секторе.

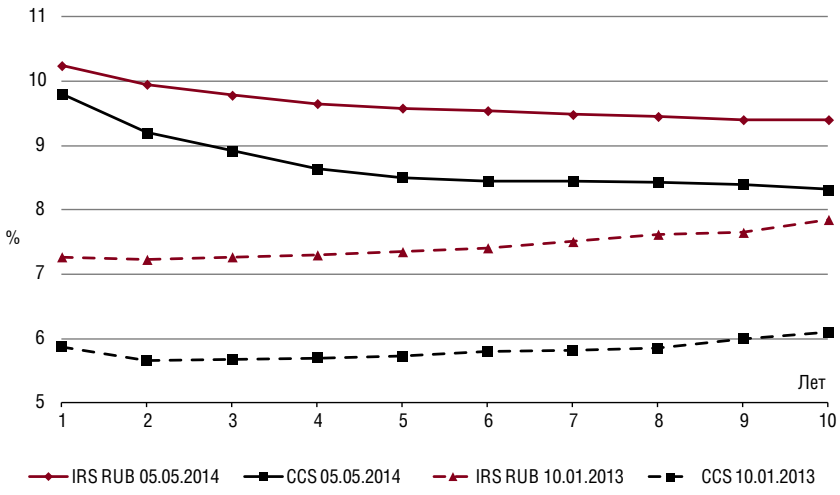
ПРОЦЕНТНЫЕ СВОПЫ

Помимо кривой доходностей ОФЗ, существуют и другие ориентиры процентных ставок в экономике. Одним из них являются процентные и валютно-процентные (или кросс-валютные) свопы. Процентный своп представляет собой соглашение, по которому одна сторона в течение оговоренного времени соглашается осуществлять выплаты процентов по фиксированной ставке на согласованную номинальную сумму, а другая сторона осуществляет выплаты процентов по плавающей процентной ставке на одну и ту же номинальную сумму. Так как номинальные суммы выражены в одной и той же валюте, стороны ими не обмениваются. Какое отношение процентные свопы имеют к временной структуре процентных ставок и рынку облигаций? Они позволяют «продлить» ставки денежного рынка на более долгий сроки. Так как в качестве плавающей процентной ставки используется общепризнанный рыночный индикатор денежного рынка, как правило, ставка **MOSPRIME** (для рублей), **LIBOR** (для долларов США), **EURIBOR** (для евро), ставка свопа представляет собой фиксированную ставку, которую банк-маркетмейкер готов платить или получать на рынке свопов за получение или уплату плавающей ставки на соответствующий срок. Иными словами, ставка процентного свопа представляет собой среднюю ставку MOSPRIME, которую маркетмейкер ожидает на рынке в течение сделки свопа. Таким образом, процентный своп позволяет нам оценить средний уровень ставок MOSPRIME, подразумеваемый участниками рынка на соответствующий срок.

Фиксированные ставки процентных свопов также образуют временную структуру процентных ставок, в основе которой лежат ориентиры ставок денежного рынка

СТАВКИ ПРОЦЕНТНЫХ СВОПОВ ПОЗВОЛЯЮТ АНАЛИЗИРОВАТЬ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ ОБЛИГАЦИЙ ОТНОСИТЕЛЬНО СТАВОК ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

Рисунок 1
Динамика кривых процентных и кросс-валютных свопов



Источник: ЮниКредит Банк, Bloomberg

— MOSPRIME. В отличие от кривой ОФЗ, ставки процентных свопов не являются безрисковыми, так как и лежащие в их основе плавающие ставки MOSPRIME несут в себе кредитный риск банков-участников, и фиксированные ставки подразумевают кредитный риск маркетмейкера. Тем не менее ставки процентных свопов близки к безрисковым, так как участниками MOSPRIME являются банки с высоким кредитным качеством, а в числе участников рынка свопов присутствуют и нерезиденты, часто имеющие кредитный рейтинг выше российского. Несмотря на то что через рынок свопов не осуществляются операции по предоставлению ликвидности (так как стороны обмениваются лишь процентными платежами), ставки процентных свопов являются экстраполяцией денежного рынка на соответствующий срок, что позволяет анализировать привлекательность облигаций относительно ставок денежного рынка. Недостатком кривой процентных свопов на российском рынке является ее недостаточная длина. Процентные свопы против ставок MOSPRIME редко котируются на срок выше 10 лет, а основной объем сделок приходится на срок до пяти лет. Еще одним недостатком является отсутствие возможности хеджировать валютный риск или сравнивать облигации, номинированные в разных валютах. Справиться с этой задачей помогают кросс-валютные свопы.

ОСНОВНЫМ ПРЕИМУЩЕСТВОМ КРОСС-ВАЛЮТНЫХ СВОПОВ (CCS) ЯВЛЯЕТСЯ ВОЗМОЖНОСТЬ ХЕДЖИРОВАНИЯ ВАЛЮТНОГО РИСКА

КРОСС-ВАЛЮТНЫЕ СВОПЫ

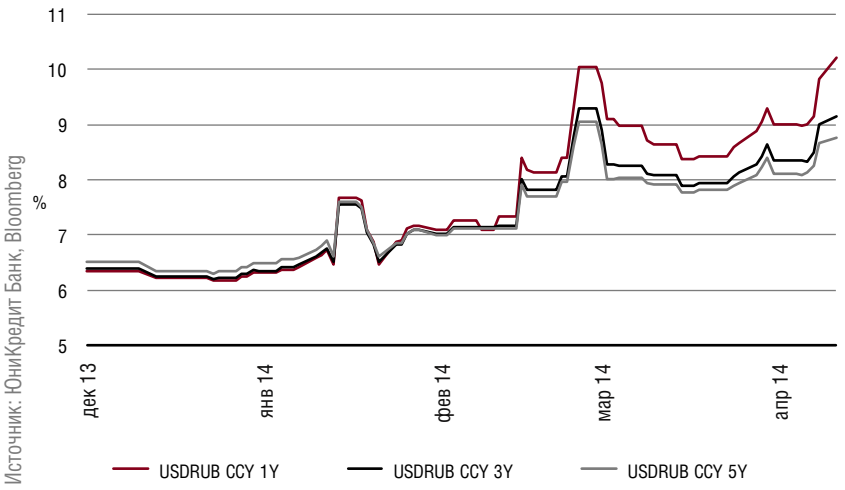
Это соглашение, по которому одна сторона обязуется выплатить проценты и основную сумму в одной валюте в течение определенного срока. В обмен на это она получает проценты и платежи основной суммы в другой валюте в течение того же срока. Основным преимуществом кросс-валютных свопов (CCS) является возможность хеджирования валютного риска, а также валютного и процентного рисков одновременно. В рамках контракта может происходить обмен плавающими или фиксированными процентными платежами в разных валютах. В случае если стороны обмениваются плавающими платежами в разных валютах, такой своп именуется базисным свопом. В отличие от процентных свопов, в рамках кросс-валютных свопов может происходить обмен номинальными суммами, которые выражены в разных валютах и практически всегда имеют разную стоимость из-за меняющихся валютных курсов. В качестве плавающих ставок также используют MOSPRIME, LIBOR, EURIBOR. Котировки кросс-валютных свопов означают, какую фиксированную ставку в рублях банк-маркетмейкер готов получать или платить в обмен на уплату или получение ставки LIBOR на соответствующий срок.

В 2011–2013 годах мы наблюдали повышенный интерес со стороны эмитентов, желающих использовать возможность арбитража между рынками внутреннего и внешнего публичного долга для получения более дешевого фондирования при заключении сделки кросс-валютного свопа. Помимо этого, кривая ставок кросс-валютных свопов изначально являлась основой для оценки привлекательности инвестиций в российский рынок облигаций для иностранных инвесторов при построении торговых стратегий. Несложная формула позволяет оценить, существует ли возможность арбитража при сравнении облигаций, номинированных в разных валютах. В условиях эффективной экономики должно выполняться следующее равенство[1]:

$$Yield_{USD} - IRS_{USD} = Yield_{RUB} - CCS_{\frac{USD}{RUB}}.$$

Что происходит на практике? С начала 2014 года мы наблюдаем сильную волатильность как на денежном рынке, так и на рынке процентных свопов. Повышенный спрос со стороны инвесторов на хеджирование валютного риска в период ослабления курса рубля, сокращение рублевой ликвидности и общий негативный настрой инвесторов стремительно сдвигают кривую кросс-валютных свопов вверх, придавая ей инверсионный вид. Рисунок 2 показывает динамику свопов сроком 1, 3 и 5 лет. Начиная с марта 2014 года

Рисунок 2
История кросс-валютных свопов



Источник: ЮниКредит Банк, Bloomberg

[1] Формула не учитывает расходы при заключении сделки (бид-оффер спреды), а также возможную стоимость кредитного риска.

рост ставок составил в среднем 3% и достиг значения 2009 года — 10%. При этом рынок корпоративных еврооблигаций российских эмитентов острее отреагировал на негативные факторы, в отличие от внутреннего рынка облигаций. Одной из основных причин этого является разная инвесторская база (несмотря на возможность расчетов по сделкам с корпоративными бумагами через Euroclear, мы не наблюдаем массовых заходов со стороны иностранных инвесторов в локальные корпоративные бумаги). Таким образом, возникшие диспропорции рынков внешнего и внутреннего долга российских корпоративных заемщиков теоретически предоставляют инвесторам возможность существенно повысить рублевую доходность своих портфелей (не увеличивая при этом кредитный риск на эмитента). Этого можно достигнуть, приобретая еврооблигации того или иного российского эмитента (вместо схожих по сроку и кредитному качеству локальных бумаг) и заключая сделку кросс-валютный своп (right-way swap).

Тем не менее, на практике нет массового спроса на такие сделки. В моменты, когда на рынке превалирует пониженный аппетит к риску, инвесторы не стремятся переводить свои инвестиции в ослабевающие валюты. С другой стороны, эмитенты, у которых есть потребность в валютном фондировании (экспортеры, иностранные компании и так далее), в теории имеют возможность существенно сократить стоимость своих заимствований с помощью сделок wrong-way swap. На текущий момент экономия затрат может составить 3–5% в зависимости от срока и качества эмитента.

В периоды высокой волатильности, когда использование кросс-валютных свопов инвесторами и эмитентами становится наиболее привлекательным, данные стратегии могут не принести желаемого результата. Во-первых, рост стоимости хеджирования, являясь следствием ослабления рубля и снижения ликвидности в банковской системе, сопровождается сокращением или закрытием лимитов со стороны банков, а также отсутствием «живых» котировок. Во-вторых, в такие периоды у компаний практически отсутствует возможность выйти на первичный рынок (особенно с долгосрочными размещениями). Таким образом, возможность использования арбитража резко снижается.

Еще один индикатор, разновидность кросс-валютного свопа, позволяет оценить относительную привлекательность инвестиций в одной валюте по отношению к другой: базисные свопы. В базисном свопе обе стороны обмениваются плавающими процентными платежами, но процентные выплаты определяются разными базисами (MOSPRIME, LIBOR , EURIBOR и другие). Базисные свопы, в которых происходит обмен плавающими ставками в разных валютах, являются отражением относительной ликвидности одной валюты по отношению к другой. Иными словами, иностранный инвестор, имея возможность привлечь финансирование по ставке LIBOR, может инвестировать эти средства по ставке MOSPRIME, увеличенной или уменьшенной на определенный базисный спред.

Например, долгое время базисные свопы USD/RUB торговались в отрицательной зоне, что свидетельствовало о преобладании предложения рублевой ликвидности. Тем не менее, начиная с февраля, базисные свопы стремительно приближаются к положительной зоне, временами «заходя» в нее (см. рисунок 2). При этом разнонаправленное движение и существенное расширение спредов между базисными свопами (спред между базисным свопом 1 год и 5 лет расширился с 10 б.п. до 80 б.п.) указывает на назревающий дефицит краткосрочной рублевой ликвидности в банковской системе.

В заключение стоит отметить, что при построении торговых стратегий и оценке привлекательности той или иной инвестиции важно оценивать все индикаторы и бенчмарки не изолированно, а в совокупности, учитывая возможные последствия действий Банка России, а также различных групп локальных и иностранных инвесторов. В этой связи анализ поведения не только ставок денежного рынка и доходностей ОФЗ, но и процентных и кросс-валютных свопов предоставляет возможность взглянуть на рынок с другой стороны.

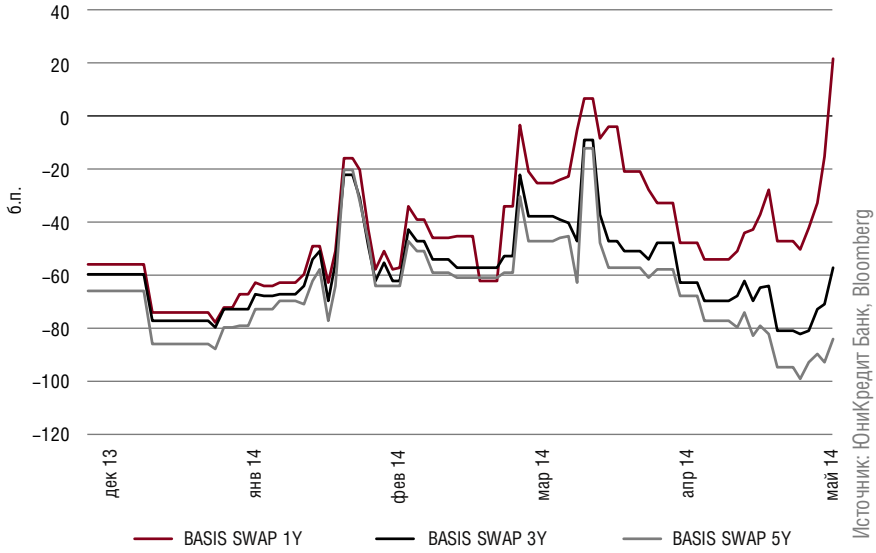


Рисунок 3
История базисных свопов

БАЗИСНЫЕ СВОПЫ ЯВЛЯЮТСЯ ОТРАЖЕНИЕМ ОТНОСИТЕЛЬНОЙ ЛИКВИДНОСТИ ОДНОЙ ВАЛЮТЫ ПО ОТНОШЕНИЮ К ДРУГОЙ