Николай ЮКОВИЧ,
управляющий директор управления торговли
и продаж долговых инструментов,
Газпромбанк

Кто не рискует…

ИНСТРУМЕНТЫ ХЕДЖИРОВАНИЯ ПОРТФЕЛЕЙ ОФЗ И КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Как правило, финансовые гуру предлагают инвестировать в срочные продукты (фьючерсы и опционы) как самые распространенные инструменты хеджирования. Однако на практике рядовой инвестор вряд ли будет использовать опционные стратегии ввиду их технической сложности как с точки зрения расчета, так и исполнения. Кроме того, он, скорее всего, задаст логичный вопрос: «Как продажа фьючерса может сократить финансовые риски портфеля ценных бумаг и одновременно оставить надежду получить некоторую ожидаемую доходность?» Правильный ответ на этот вопрос в большинстве линейных торговых ситуаций — «никак».

Поскольку риск и доходность портфеля находятся в прямой зависимости, то очевидно, что уменьшение одного показателя неизбежно приводит к падению другого. Для большинства торговых ситуаций, с которыми сталкивается рядовой инвестор, лучший хедж — это полное или частичное сокращение портфеля, в случае когда рыночные риски становятся неприемлемыми. Однако как бы это ни было просто и очевидно, особенно в нестабильные и кризисные времена, бурное развитие финансовых технологий подталкивает нас к более основательному анализу рисков и финансовых решений по их минимизации. Рассмотрим некоторые из них, с которыми, в частности, сталкиваются инвесторы при формировании и управлении портфелями российских корпоративных бумаг и ОФЗ.

Во-первых, это валютный риск. Для большинства иностранных игроков российский рынок — это прежде всего динамика курса рубля к доллару. Облигационные инструменты в данном контексте используются зачастую как способ увеличения доходности на вложения в рубль. В силу большой разницы между процентными ставками в рублях и долларах (порядка 9.5% на один год), иностранные инвесторы готовы к повышенной волатильности курса, но в пределах этой процентной разности. Такая стратегия была популярна до последнего времени в силу позитивного сальдо платежного баланса РФ и, соответственно, ожиданий укрепления рубля. В любом случае, в зависимости от динамики валютного курса будут наблюдаться значительные притоки или оттоки средств с рынка облигаций. По оценкам Центрального банка, доля нерезидентов на рынке ОФЗ составляет в разные периоды от 17% до 25%, что является значительной частью рынка и способно привести к заметным ценовым колебаниям.

Во-вторых, это процентный риск. Речь идет о стоимости фондирования портфеля, или о соотношении между затратами на привлечение денежных средств для формирования портфеля и его целевой доходностью. Для разных видов инвесторов эта стоимость будет разной в силу различных механизмов фондирования. Так, мы уже отметили, что часть инвесторов финансируют покупку облигаций через продажу долларов/евро/юаней за рубли. Для них динамика краткосрочных ставок не имеет значения на горизонте инвестирования. Другая группа инвесторов финансирует свои портфели за счет валютных свопов. Фактически этот инструмент может быть представлен двумя разновидностями:

1) сделка спот по продаже иностранной валюты за рубли и сделка с расчетами в будущем по обратной покупке иностранной валюты;

2) процентный своп, по которому инвестор платит фиксированную ставку в рублях и получает фиксированную или плавающую ставку в иностранной валюте.

Несмотря на разную механику осуществления подобного рода финансирования, суть этих двух механизмов одинакова: иностранный инвестор занимает рубли под определенную процентную ставку и отдает своему контрагенту доллары под соответствующий процент. Разница этих процентных ставок в момент заключения сделки определяется в зависимости от срока. Структура кривых доходностей в рублях и иностранных валютах различна и зависит от множества технических факторов. В частности, ставки на длинные сроки в большей степени отражают долгосрочные инфляционные ожидания, в то время как краткосрочные ставки являются функцией краткосрочных ожиданий стоимости рубля на фоне динамики валютного курса. Именно структура кривых доходностей определяет сроки фондирования портфелей. Так, в случае если кривая находится в так называемом контанго — процентные ставки на короткие сроки меньше ставок на более длинные сроки, — инвестору имеет смысл финансировать свою позицию за счет привлечения рублей на срок, меньший, чем средняя дюрация портфеля с последующей пролонгацией. Такая структура кривой характерна для периодов, когда ожидается укрепление национальной валюты, а также понижение краткосрочных ключевых ставок. Более того, в странах, где центральные банки регулируют валютные курсы, возможна ситуация, когда ставки по валютным свопам на короткий своп становятся отрицательными. Такой феномен присущ относительно закрытым финансовым рынкам и связан с действиями нерезидентов, ожидающих укрепления национальной валюты. В обратном случае, когда краткосрочные ставки выше долгосрочных (бэквордация), для инвестора имеет смысл привлекать деньги на более долгий срок, сопоставимый с дюрацией портфеля. Такая ситуация характерна для нестабильных рынков, подверженных негативным ожиданиям инвесторов относительно динамики валютного курса и повышения краткосрочных ставок. Так, на 29 апреля 2014 года кривая валютных свопов находится в бэквардации (процентная ставка на 1 год на 1.25% выше ставки на пять лет — 9.75% и 8.5% соответственно). В то же время аналогичная доходность по пятилетним ОФЗ составляет порядка 9.2%. Очевидно, что если портфель инвестора состоит из пятилетних ОФЗ, профинансированных через валютный своп, его долларовая доходность к погашению составит порядка 2.5% (70 б.п. — разница в доходностях между ОФЗ и свопом и 1.8% — процентная ставка по размещаемым долларам). Выглядит неплохо, но есть ли аналогичный инструмент, который приносит больший доход? Да, есть. Это государственные облигации России, номинированные в долларах, — их доходность составляет порядка 4.2% на пять лет! Очевидно, что если игнорировать некоторые технические особенности торговли валютными свопами, то налицо возможность для арбитража. Причины существования этой аномалии в основном объясняются разным кругом инвесторов на локальном рынке и на рынке евробондов, а также тем фактом, что ОФЗ выпущены в национальной валюте, в то время как валютой еврооблигаций являются доллары и евро. Этот феномен активно используют некоторые российские корпорации для привлечения относительно дешевого долларового финансирования.

Есть еще одна группа активных инвесторов (в основном локальных), которые осуществляют фондирование портфеля ценных бумаг за счет внутренних источников, в частности локального рынка РЕПО. Доходность портфеля в данном случае зависит от уровня ставок РЕПО, а также размера дисконтов по конкретным активам в портфеле. К сожалению, рынок РЕПО на локальные активы в России сейчас находится в процессе становления: подавляющее большинство сделок осуществляется сроком до одной недели. Отсутствие кривой ставок РЕПО заставляет инвесторов, привлекающих финансирование данным способом, ориентироваться на краткосрочные ставки межбанковского рынка и Центрального банка и строить свои стратегии, исходя из собственных ожиданий их динамики. Размер дисконта по облигациям зависит от кредитного качества конкретного эмитента и определяет дополнительное финансирование, которое инвестору необходимо привлечь из других источников, например из собственного капитала. Таким образом, мы переходим к следующему рыночному риску — кредитному.

Кредитный риск определяется как премия к доходности безрискового актива аналогичной дюрации. На рынке евробондов количественную оценку этого риска дают показатели Z-спреда и G-спреда, которые представляют собой премию к безрисковым кривым доходностей. Физическая реализация кредитного спреда происходит через инструмент CDS, который позволяет его держателю требовать от продавца CDS возврата номинала базовой облигации в случае дефолта эмитента. Так, если вернуться к нашему примеру, пятилетний российский CDS торгуется на уровне 255 б.п., что сопоставимо с Z-спредом этой облигации, а, следовательно, доходность в 4.2% рассматривается как доходность пятилетних долларовых свопов и кредитного спреда, который определяется как стоимость страховки инвестора от возможного дефолта эмитента. Но почему же тогда долларовый эквивалент кредитного спреда заметно ниже аналогичного показателя в еврооблигациях? Как уже отмечалось выше,

ДОХОДНОСТЬ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ РОССИИ, НОМИНИРОВАННЫХ В ДОЛЛАРАХ, СОСТАВЛЯЕТ ПОРЯДКА 4.2% НА ПЯТЬ ЛЕТ

ОФЗ выпущены в рублях, а значит, риск рефинансирования долга заметно ниже, чем по обязательствам в иностранной валюте. Та же логика применима и к корпоративным эмитентам, для которых доступ к рублевому рефинансированию проще, чем к фондированию в иностранной валюте. Эта логика подтверждается и количественными показателями: Z-спред ОФЗ по отношению к процентным свопам MOSPRIME (не путать с валютными свопами) составляет –20 б.п., что демонстрирует более высокое кредитное качество Министерства финансов РФ по сравнению с банками, торгующими процентными рублевыми свопами. Как видно из данного примера, кредитное качество одного и того же эмитента в национальной и иностранных валютах оценивается по-разному. Как же количественно оценить разницу фондирования в национальной и иностранной валюте? Один из инструментов, который может дать ответ на этот вопрос, — базисный своп, представляющий собой комбинацию из двух составляющих: кросс-валютного свопа и процентного свопа, или разницы между локальной ставкой MOSPRIME и ставкой LIBOR. Проще говоря, в ситуации, когда рынок функционирует в нормальном состоянии, инвесторы ожидают укрепления национальной валюты и увеличения спроса на локальные активы, уровень базисного свопа падает — в идеальной ситуации до уровня, когда заимствования в иностранной валюте соответствуют долларовой доходности аналогичных заимствований в локальной валюте. В обратной ситуации, когда национальная валюта начинает обесцениваться и возникают сомнения в возможностях государства и компаний финансироваться за рубежом, ставки базисных свопов растут, и появляется значительный арбитраж между доходностями еврооблигаций и эквивалентом в иностранной валюте локальных облигаций.

Итак, мы рассмотрели некоторые из рыночных рисков, влияющих на динамику портфеля локальных облигаций. Теперь перед нами встает вопрос: какие инструменты можно использовать для нивелирования отдельных рисков и их комбинаций? Если инвестор ожидает резкого изменения динамики поведения локальной валюты, то наиболее подходящий инструмент — это покупка/продажа краткосрочных фьючерсов на валютный курс. В случае если инвестор ожидает изменения долгосрочного валютного тренда, имеет смысл принять в расчет возможное изменение краткосрочной ключевой ставки со стороны Центрального банка, а следовательно, удешевления/удорожания стоимости фондирования через краткосрочное РЕПО. К сожалению, как отмечалось выше, рынок РЕПО ограничивается краткосрочными транзакциями, кроме того, не существует рынка производных инструментов на ставки РЕПО. Фундамент для развития в этом направлении создает рынок фьючерсов на ОФЗ, однако в текущий момент его ликвидность оставляет желать лучшего. Думается, что заметным толчком к развитию как рынка фьючерсов на ОФЗ, так и РЕПО послужит перевод торговли облигациями на ММВБ в режим Т+2.

Инструменты CDS позволяют отчасти минимизировать риски увеличения кредитных спредов, однако не стоит забывать, что динамика Z-спредов на валютные облигации и валютные эквиваленты спредов облигаций, торгуемых в локальной валюте, может заметно отличаться. В данном случае инвестор может воспользоваться инструментами базисных свопов. Естественно, определяющим фактором эффективности использования этих инструментов будет являться детальный расчет объема необходимого хеджа. Эта величина, как правило, рассчитывается на основе взаимных корреляций ценовых колебаний хеджирующих инструментов как по отношению к базовому активу, так и между собой. Немаловажным фактором в определении оптимальных инструментов хеджирования является их относительная ликвидность. Как правило, хеджирующий инструмент должен быть на порядок ликвиднее базового актива для динамичного управления портфелем.

Однако несмотря на все многообразие финансовых инструментов, инвестор оказывается в ситуации, когда все риски материализуются одновременно и скорость их распространения выше, чем реакция большинства инвесторов. В таком случае, если решение о хеджировании отдельных рисков не было принято заранее, наиболее подходящий ответ дает основное правило, упомянутое в начале статьи. Когда уровень риска неприемлем, для инвестора лучший хедж — это частичное или полное сокращение портфеля.

Cbonds congress

НАШИ КОНФЕРЕНЦИИ В 2014 ГОДУ

II Форум венчурных инвесторов	15 мая 2014, Москва
V Investfunds Forum – конференция институциональных инвесторов	29–30 мая 2014, Санкт-Петербург
SmallCap Investment Forum	3 июня 2014, Москва
XI Облигационный конгресс стран СНГ и Балтии	19–20 июня 2014, Сочи
III Межбанковская конференция «Денежный и вексельный рынок»	12 сентября 2014, Казань
VI Российский конгресс Private Equity	18 сентября 2014, Москва
Синдицированное кредитование в России – 2014	25 сентября 2014, Москва
Ипотечные ценные бумаги и секьюритизация в России	9 октября 2014, Москва
Russia Risk Conference 2014	13 ноября 2014, Москва
V Российский M&A Конгресс	19 ноября 2014, Москва
XII Российский облигационный конгресс	4–5 декабря 2014, Санкт-Петербург

www.cbonds-congress.com