Константин Васильев,
начальник отдела мировых рынков, партнер, Cbonds

Процентные свопы и спред к MID-SWAPS

НА РЫНКЕ ЕВРООБЛИГАЦИЙ МЫ ЧАСТО СЛЫШИМ, ЧТО ТАКОЙ-ТО ЭМИТЕНТ РАЗМЕСТИЛ ЭМИССИЮ ПОД ДОХОДНОСТЬ, ПРЕВЫШАЮЩУЮ MID-SWAPS НА СТОЛЬКО-ТО Б.П... В ДАННОЙ СТАТЬЕ МЫ ПРЕДЛАГАЕМ НОВИЧКАМ ДАННОГО РЫНКА РАЗОБРАТЬСЯ, КАКОЙ СМЫСЛ НЕСЕТ ЭТА ФРАЗА И ЧТО ПОНИМАЕТСЯ ПОД СВОПАМИ.

ПРОЦЕНТНЫЕ СВОПЫ

На каждом рынке есть своя терминология и свой сленг, образованные из профессиональных терминов. Так и озвученные во вступлении mid-swaps, которые иногда называют «среднерыночными свопами», являются неотъемлемой частью рынка еврооблигаций.

Для начала определим базовое понятие — понятие свопа. Своп (англ. swap) — производный внебиржевой финансовый инструмент, соглашение, позволяющее обменять на время одни активы или обязательства на другие активы или обязательства. В качестве актива нам как участникам долгового рынка в первую очередь интересны процентные ставки, хотя существуют свопы и на валюту, акции и драгоценные металлы. К тому же, процентные свопы занимают три четверти всего рынка свопов.

Процентные свопы (англ. Interest Rate Swaps, IRS) — обязательное соглашение между сторонами (контрагентами) об обмене периодическими процентными выплатами по некоторой определенной сумме установленного номинала, называемого условным номиналом (notional principal amount). Как правило, одна из сторон (плательщик фиксированной ставки) соглашается в указанные даты в течение жизни контракта выплачивать другой фиксированную процентную ставку, тогда как другая сторона (плательщик плавающей ставки) соглашается выплачивать плавающую ставку, зависящую от некоторой референсной ставки.

В качестве базовой ставки используются ставки различных инструментов денежного рынка, в основном для долларовых контрактов это трехмесячная ставка LIBOR, для евро —шестимесячная ставка EURIBOR. LIBOR (London InterBank Offer Rate) — средневзвешенная процентная ставка, по которой крупнейшие международные банки в Лондоне (с рейтингом не ниже AA) предоставляют друг другу деньги на различные сроки. Ставка фиксируется ежедневно в 11:00 GMT Британской Банкирской Ассоциацией (British Bankers Association — BBA). В качестве базовой рублевой ставки используется индикативная трехмесячная ставка предоставления рублевых кре-

дитов (депозитов) MosPrime Rate (Moscow Prime Offered Rate), которая рассчитывается Национальной валютной ассоциацией на основе ставок размещения рублевых кредитов (депозитов), объявляемых восемью ведущими участниками российского денежного рынка первоклассным финансовым институтам. Отметим, что MosPrime признана Международной Ассоциацией Свопов и Деривативов (ISDA) справочной рублевой процентной ставкой в РФ.

Пример. В качестве иллюстрации процентного свопа рассмотрим следующую ситуацию: предположим, что в течение следующих трех лет сторона А согласилась платить стороне В ставку в размере 3.5% годовых (среднее значение ставки трехлетнего IRS), в то время как сторона В согласилась выплачивать стороне А трехмесячную ставку LIBOR. Сторона А — плательщик фиксированной и получатель плавающей ставки, сторона В — плательщик плавающей и получатель фиксированной ставки. Допустим, что условный номинал равен $50 млн и что стороны обмениваются платежами 4 раза в год в течение трех лет. То есть раз в квартал сторона А будет выплачивать стороне В $437.5 тыс. (3.5% от $50 млн, поделенные на 4). Сторона В свою очередь будет выплачивать стороне А 3M LIBOR, умноженный на $50 млн и деленный на 4. Если 3M LIBOR равен 2.85%, то сторона В заплатит $350 тыс., если 3M LIBOR равен 4%, то сторона В заплатит $500 тыс. В первом случае сторона В получит платеж (чистый итог) в размере $87.5 тыс., во втором заплатит $62.5 тыс.

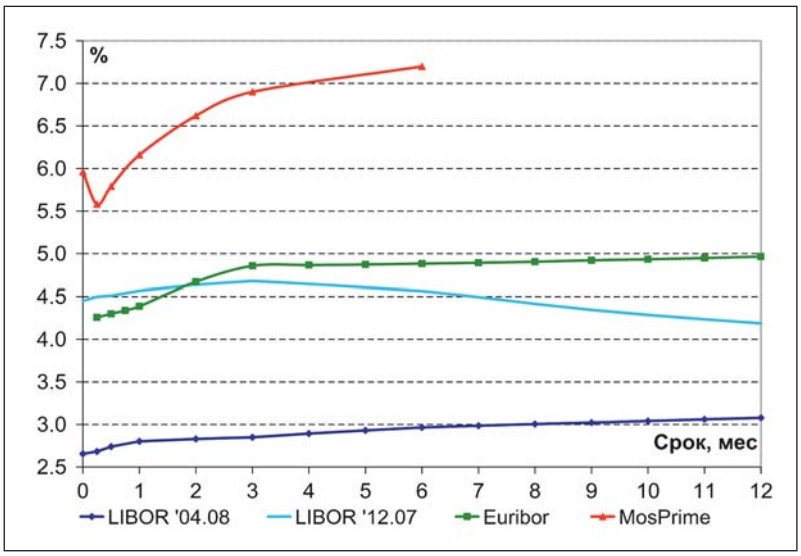
СПРЕД К MID-SWAPS

Под процентными ставками mid-swaps понимают средние по рынку ставки между ставками спроса и предложения по процентным свопам IRS. В основных валютах данные ставки рассчитывает Ассоциация Свопов и Деривативов (ISDA). Индикативные ставки ISDA основаны на котировках, зафиксированных в 11:00 GMT у шестнадцати крупнейших дилеров рынка свопов, информация собирается компанией Garban Intercapital plc и публикуется под маркой ISDAFIX.

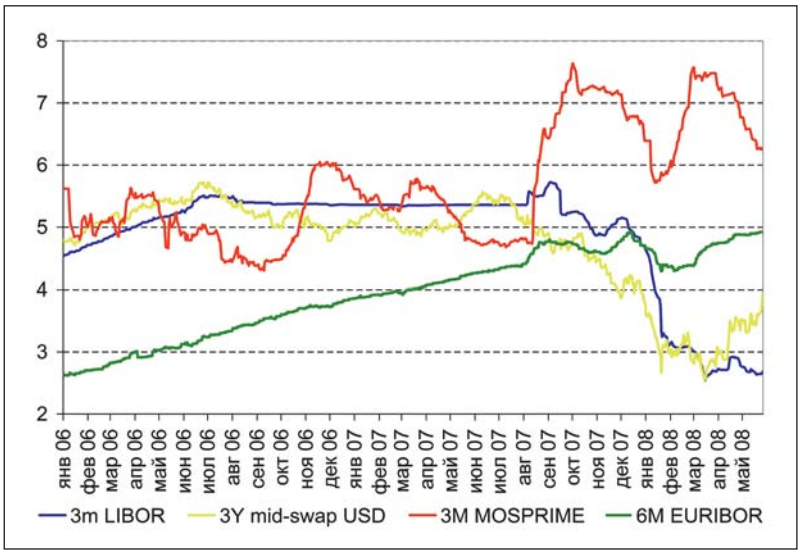
Расчеты производятся путем удаления четырех максимальных и четырех минимальных котировок и подсчета простого среднего значения из оставшихся цифр при условии, что было предоставлено не менее 12 ставок. Ставки публикуются на срок 1–10, 12, 15, 20, 25, 30 лет для следующих валют: доллары США (USD), евро (EUR), фунты стерлингов (GBP), швейцарские франки (CHF), японские иены (JPY) и доллары Гонконга (HKD). В рублях ежедневные ставки mid-swaps рассчитывает, например, МДМ-Банк, данные публикуются на Cbonds.

Динамика мирового рынка свопов, $ трлн

Временная структура базовых ставок



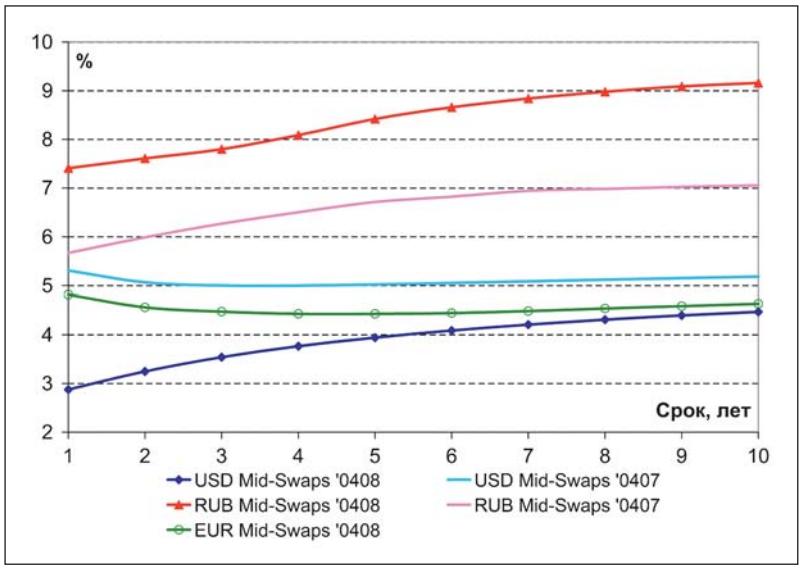
Динамика базовых ставок и трехлетнего IRS



НАИБОЛЕЕ РАСПРОСТРАНЕННЫЕ ТИПЫ СВОПОВ

- Простой процентный своп (*Plain vanilla swap*) — своп, в котором происходит обмен обязательств с плавающей процентной ставкой на обязательства с фиксированной процентной ставкой.
- Многовалютный своп процентной ставки (*Cross-currency interest rate swap*) — своп процентных ставок, включающий обмен потоков платежей процентной ставки в различных валютах и (часто) при различных основаниях ставки.
- Амортизационный своп процентной ставки (*Amortizing interest rate swap*) — своп, при котором с ростом или снижением процентной ставки соответственно возрастает или снижается сумма основного долга.
- Базисный процентный своп (*Basis rate swap*) — своп процентных ставок, при котором один индекс с плавающей ставкой обменивается на другой индекс с плавающей ставкой в одной валюте.
- Дифференциальный своп (*Differential swap; Quanto swap*) — своп двух процентных ставок LIBOR (в разных валютах), при котором платежи осуществляются в единой валюте.
- Нулевокупонный своп (*Zero coupon swap*) — процентный своп, предусматривающий периодические платежи одной стороны и одноразовый платеж другой стороны при завершении срока соглашения.
- Обратный своп (*Swap reversal*) — своп процентных ставок, построенный таким образом, чтобы завершиться участием противоположной стороны в другом свопе процентных ставок, компенсирующим первоначальный своп по срокам исполнения, курсу и условной основной сумме кредитного обязательства.
- Обратный выкуп свопа (*Swap buy-back*) — продажа свопа процентных ставок одной стороной по свопу противоположной стороне. Обратный выкуп свопа — завершение свопа.

Динамика базовых ставок и трехлетнего IRS



Важным применением процентных свопов, помимо собственно использования как производного финансового инструмента, является возможность рассмотрения их в качестве некоего ориентира, или бенчмарка, для сравнения доходности по облигациям. Традиционно облигации сравниваются через разницу в доходности, или спред, между доходностями изучаемых облигаций и доходностью соответствующего по валюте и сроку (дюрации) базового актива, в виде которого обычно выступают государственные облигации той страны, в валюте которой совершаются заимствования. Но все чаще параллельно, а то и вместо, рассчитывается спред к средним значениям процентных свопов.

Основное преимущество использования IRS или средних ставок mid-swaps в качестве бенчмарка заключается в том, что они имеют единую базовую ставку, то есть при расчете спреда к соответствующим свопам (в долларах или рублях) появляется возможность сравнить между собой облигации в разных валютах. То есть спреды по облигациям, номинированным в ведущих валютах с сопоставимой дюрацией и приоритетностью долга, рассчитанные к соответствующим mid-swaps, должны быть примерно равны. В случае менее распространенных валют, например рубля, спред над многовалютным свопом USD/RUB (cross-currency IRS) можно сравнить со спредом над mid-swaps в USD для сопоставимого срока . Также спред облигаций с плавающей ставкой можно сравнивать со спредом по облигациям с фиксированной ставкой к соответствующим свопам.

Дополнительно уровни IRS отражают ожидания участников рынка относительно динамики изменения LIBOR на различные сроки. Свопы отличает их высокая ликвидность и размер рынка, меньшая волатильность и подверженность специфическим особенностям рынка гособлигаций разных стран.

Таким образом, бурный рост рынка процентных свопов определен его важной ролью как в качестве необходимого производного финансового инструмента, позволяющего работать с рисками изменения процентных ставок, так и глобальной индикативной ролью бенчмарка для сравнения между собой различных облигаций. Мы ожидаем широкого распространения данного инструмента и в России, а также дальнейшего повышения представительности местных процентных ставок.