



Виталий Шапран

ХЕДЖИРОВАНИЕ — ПРОБЛЕМА ПОЛИТИЧЕСКАЯ

РЫНОК СРОЧНЫХ КОНТРАКТОВ ОЧЕНЬ ЧАСТО ВОСПРИНИМАЕТСЯ КАК МЕСТО ПРОВЕДЕНИЯ АКТИВНЫХ ТОРГОВЫХ СТРАТЕГИЙ, НАПРАВЛЕННЫХ ПРЕЖДЕ ВСЕГО НА НАРАЩИВАНИЕ КАПИТАЛА ПОСРЕДСТВОМ СПЕКУЛЯЦИЙ. ОДНАКО ЭКСПЕРТЫ И АНАЛИТИКИ ЧАСТО ЗАБЫВАЮТ О ПРИЧИНАХ ПОЯВЛЕНИЯ ЭТОГО РЫНКА. ДАЖЕ ТАКИЕ ЗНАМЕНИТОСТИ, КАК УОРРЕН БАФФЕТ КРИТИКУЮТ СОВРЕМЕННЫЙ МИРОВОЙ РЫНОК ДЕРИВАТИВОВ, ВЫДЕЛЯЯ ЕГО СПЕКУЛЯТИВНУЮ СОСТАВЛЯЮЩУЮ И ДЕЛАЯ ИЗ СПЕКУЛЯНТОВ PUBLIC ENEMIES ИНВЕСТИЦИОННОГО СООБЩЕСТВА И «НАСТОЯЩИХ ИНВЕСТОРОВ».

ОТКРЫТАЯ ПОЛИТИКА

Между тем каждая уважающая себя корпорация активно использует деривативы в качестве инструментов, снижающих риски в работе компании. Причины, которые способствуют выходу мировых гигантов на срочный рынок, самые разнообразные, но при этом каждый из фигурантов пытается решить свои проблемы. От их понимания обслуживающим банком или брокером часто зависят перспективы дальнейшего сотрудничества с клиентом, который требует решения своих проблем с помощью срочных инструментов.

Абсолютное большинство корпораций не используют срочные инструменты для спекуляций, их действия регламентируются нормами и правилами, которые они

обнаружат. Совокупность принципов, норм и правил работы корпорации с деривативами часто называют «политикой корпорации на срочном рынке». Политика корпорации на срочном рынке, ее открытость имеют первостепенное значение, особенно для корпораций, работающих в финансовом секторе. Заявляя о том, что не намерена реализовывать на срочном рынке спекулятивные стратегии, корпорация публично нивелирует риск, который те в себе таят.

На развитых рынках сложно найти финансовую или промышленную группу, которая бы не комментировала проведение предстоящих операций на срочном рынке. Например, всемирно известная *Sony Corporation* официально заявляет о своей непричастности к спекулятивному сегменту рынка и обещает инвесторам

использовать срочный рынок только с целью решения собственных проблем, связанных с управлением валютным и процентным рисками. В 2003 г. *Sony Corporation* использовала валютные форвардные и опционные контракты, а также валютные и процентные свопы. Однако анализ хеджировочной стратегии *Sony Corporation* показал, что провести грань между спекуляциями и решениями проблем риск-менеджмента очень сложно. Действительно, если целесообразность применения валютных форвардов и опционов не вызывала сомнений (компания не только устраняла внешние дисбалансы, связанные с экспортными потоками, но и проблемы между своими подразделениями по всему миру), то использование валютных и процентных свопов вызывало много вопросов. Так,

в годовом отчете *Sony Corporation* перед Комиссией по ценным бумагам и биржам (США) корпорация отметила, что использует валютные и процентные свопы для удешевления займов. В данной ситуации ведущей стратегией, которую можно отнести к спекулятивной, остается желание *Sony Corporation* занимать деньги на японском рынке облигаций, где деньги дешевые. В результате частых займов в Японии у *Sony Corporation* образуется дисбаланс между выручкой в долларах/евро и обязательствами в иенах, однако появляется возможность держать депозиты в иностранных валютах за счет растянутого флоута. Понятно, что ставки по таким депозитам очень быстро переключаются по обязательствам в иенах. Данные операции в рамках корпорации являются спекулятивными и требуют обнуления валютной позиции между активами и пассивами корпорации.

«ПОДКОРМКА» ДЛЯ СПЕКУЛЯНТОВ

Пример *Sony Corporation* свидетельствует о том, что причиной роста объемов операций на рынке, связанного с японской иеной, могут стать процентные ставки — именно они выталкивают японские корпорации на рынок. Необходимо лишь, чтобы под воздействием рыночных факторов стоимость хеджирования была минимальной по сравнению с выгодой, получаемой от разницы процентных ставок. Можно сказать, корпорация живет в другом измерении, ее интересует разница между процентной выгодой и стоимостью стратегии хеджирования. На первый взгляд для японских компаний хеджирование может показаться убыточным, хотя на деле корпорация выигрывает на разнице ставок более значительные суммы. Об этом свидетельствует и ситуация, сложившаяся в 2003 г. в другой японской корпорации — *Honda Motors Co., Ltd.*

Общий портфель долгов *Honda Motors Co., Ltd* на конец 2003 г. составил 1,14 трлн иен, временной горизонт портфеля был распределен с 2003 по 2027 г. Основная доля (более 90%) долгов корпорации приходилась на облигации, среднесрочные векселя и закладные, оформленные на период до 2010 г. Огромный временной горизонт заимствований корпорации привел к вариативности ставок по портфелю долгов. Так, по облигациям *Honda Motors Co., Ltd*, погашаемым в 2005 г., корпорация выплачивала в среднем 1,31%, в 2006 г. — 0,69%, в 2007 г. — 0,81%, в 2008 г. — 0,47%. В то же время ставки по облигациям в долларах колебались на уровне 4—5%. Очевид-

но, что *Honda Motors Co., Ltd* уже распланировала стратегию хеджирования до 2027 г.: корректироваться будет лишь та ее часть, которая связана с бизнесом компании, т. е. изменятся только объемы заимствований и покупки деривативов, качественные параметры стратегии (ставки) уже известны.

Кроме того, известно, в какую примерно сумму ежегодно обходится стратегия хеджирования займов в Японии корпорациям, ориентированным на экспорт. В 2002 г. убытки *Honda Motors Co., Ltd* по операциям с деривативами оценивались примерно в 37 млрд иен, в 2003 г. — 36 млрд иен. Это при том, что портфель долгов исчислялся триллионами. По логике, операции корпораций с деривативами не могут быть прибыльными, если их прогнозы оправданы.

Однако на практике стратегия хеджирования долгов усложняется из-за того, что такие компании, как *Honda Motors Co., Ltd* или *Sony Corporation*, работают более чем в 100 странах мира и им приходится иметь дело с мягкими валютами. Иногда на таких рынках отсутствуют даже инструменты хеджирования, и корпорации приходится брать риск на себя, благо объемы продаж на них, как правило, небольшие.

Вместе с тем развитие рынков облигаций, особенно в Азии, позволяет крупным ТНК перестать «кормить» спекулянтов и дает возможность активизировать свою деятельность на рынке долгов. Действительно, зачем развигивать стратегии хеджирования, если бизнес структурного подразделения на месте можно профинансировать за счет выпуска облигаций, гарантированного материнской компанией, в валюте страны, где проводятся операции. Однако стратегию перехода со срочного хеджирования на мультивалютную эмиссию долговых инструментов целесообразно применять только тогда, когда процентные ставки в стране операций незначительны. Но ниже, чем в Японии, ставки уже быть не могут, поэтому от срочного рынка в основном пытаются отойти крупные европейские корпорации. Например, в портфеле долгов *Nestle* в 2003 г. находились облигации, выпущенные в Таиланде. Таиландские облигации *Nestle* необходимо было погасить в 2008 г., и корпорация выплачивала по ним ставки в размере 2,16% годовых. Понятно, что выпускать рублевые или гривневые облигации *Nestle* под 2—3% годовых нереально, поэтому корпорация прибегала к срочным инструментам, пытаясь уйти от деривативов только там, где это действительно выгодно.

БАНКИ ПРОТИВ СПЕКУЛЯЦИЙ?

Весьма щекотливым со времен банкротства *Barings Bank*, прогоревшего на азиатских спекуляциях с деривативами, остается вопрос политики в области хеджирования со стороны банковских и финансовых холдингов. Большинство банкиров утверждают, что все торговые операции с деривативами проводятся исключительно в интересах клиентов и банк не принимает участия в спекулятивных сделках. Однако это не означает, что дочерние или ассоциированные компании банка не могут проводить спекулятивные операции, выступая в роли клиентов. Следует учитывать, что банк, обслуживая ТНК, может столкнуться с отсутствием на рынке деривативов, необходимых промышленным ТНК для решения своих проблем. В том случае если инструменты отсутствуют, их следует создать, поэтому на практике банковские холдинги часто бывают вовлечены в спекулятивные сделки с деривативами, особенно по так называемым мягким валютам. Европейские регуляторы на такую двоякую позицию европейских финансовых институтов смотрят сквозь пальцы, поскольку их объемы операций по мягким валютам незначительны и, как правило, хорошо диверсифицированы.

Кризис в России 1998 г. вскрыл ситуацию, когда европейские банкиры хеджировали свои позиции в российских банках, испытывая дисбаланс из-за экспортных поставок своих клиентов. Европейские банки переложили свои риски на российских коллег, которым в свою очередь передать их было уже некому из-за неразвитости срочного рынка — отсутствия спекулянтов, готовых принять на себя такие риски. Год 1998-й показал, что отсутствие в России спекулятивного капитала на срочном рынке — это катастрофа для отечественных банков. Кроме того, это препятствует импорту иностранных инвестиций в Россию. Конечно, данному утверждению можно оппонировать, приводя пример рынка *FORTS* и других срочных рынков, успешно работающих в России. Но насколько объемы торгов на этих рынках и ассортимент инструментов сопоставим с внешнеторговым оборотом в России, особенно с импортом и инвестиционными потоками? Ответить на этот вопрос сложно, поскольку не существует единых показателей, выявляющих соответствие уровня развития национальных срочных рынков потребностям экономики. В то же время банки в состоянии резко увеличивать объемы операций на срочном рынке, однако результатом мо-

жет стать крах при резкой девальвации национальной валюты.

Регуляторная проблема присутствия банков на срочном рынке в России и странах СНГ остается актуальной. В связи с этим российским банкам полезно обратиться к опыту коллег из Германии, экономика которой также зависит от внешнеторгового оборота. Например, в *Deutsche Bank Group* с немецкой точностью был расписан портфель рисков, подлежащих хеджированию, до 2029 г. И хотя клиентский портфель срочных инстру-

совые холдинги. Знаменитая *Fannie Mae*, специализирующаяся на залоговом кредитовании, могла использовать до 6 видов инструментов хеджирования: процентные и базисные свопы, кэпы, опционы, форварды и валютные свопы. В последние 2–3 года американские компании финансового сектора особый акцент делают на процентных свопах. Постепенно для многих банков и компаний финансового сектора вопрос процентного риска перерос в серьезную проблему, причина — обвальное снижение ставок.

Но не так интересен пример *Fannie Mae*, как сама система вмешательства регулятора в стратегии хеджирования компаний финансового сектора США. SEC ничего не делает, отсутствуют и ограничения со стороны регулятора срочного рынка, кроме технических, конечно. Идея бездействия регулятора сама по себе уникальна, SEC требует от американских компаний детальной информации о том, что именно происходит у них внутри портфеля деривативов, и пояснять любые изменения. Попад из внут-

ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ПО ПОРТФЕЛЮ ДЕРИВАТИВОВ FANNIE MAE В 2003 Г., МЛРД ДОЛЛ.

Год	Сумма процентных свопов	Уплативаемая ставка, %	Получаемая ставка, %	Стоимость базисных свопов	Кэпы	Форварды	Другие производные	Всего*
2004	15	5,58	1,15	20,8	77,72	9,875	1,176	188,046
2005	25	3,53	1,16	10,55	93,55	12,950	0,039	160,089
2006	21,7	4,29	1,16	0,33	25,20	4,850	—	74,59
2007	16,17	5,15	1,16	—	14,0	1,400	1,952	66,257
2008	88,45	3,56	1,17	0,05	25,75	—	0,823	132,173
После 2008	168,812	5,49	1,17	0,505	199,305	1,400	0,756	419,446
Всего	335,102	4,73	1,17	32,26	435,525	30,475	4,755	1040,596

Источник: Годовой отчет *Fannie Mae* за 2003 г. С. 72.

* Включены обязательства по классическим процентным свопам.

ментов был абсолютно непредсказуем, в *Deutsche Bank Group* пытались отрегулировать не только процентный и валютный риски группы, но и риски, связанные с операциями с акциями. *Deutsche Bank Group* акцентировала внимание на том, что процентные свопы и валютные деривативы стали основным инструментом управления ГЭПом группы. Однако понять, что именно происходило внутри *Deutsche Bank Group*, практически невозможно. Несмотря на то что немецкий банк в 2001 г. перешел на стандарт отчетности U.S. GAAP, группа предоставляет лишь общие цифры по портфелю деривативов, разделяя его на торговый и неторговый. Отражение операций банков и корпораций с деривативами происходит по 133-му стандарту, который был признан Базельским комитетом и IOSCO в июле 2004 г. недостаточно глубоким с точки зрения раскрытия информации. Поэтому инвесторам остается надеяться на то, что немецкий регулятор проследит, чтобы продекларированные *Deutsche Bank Group* принципы операций на срочном рынке соблюдались на практике.

ОТКРЫТОСТЬ НЕ ПОРОК

Американцы при тех же стандартах финансовой отчетности куда более внимательно подходили к раскрытию информации о деривативах, особенно финан-

Для того чтобы прочувствовать трагичность стратегии обязательного хеджирования процентных рисков в кредитных организациях, обратимся к статистике по портфелю деривативов *Fannie Mae* (см. таблицу).

Итак, в течение следующих 30 лет *Fannie Mae* по состоянию на 1 января 2004 г. должна будет выплатить более 1 трлн долл. Безусловно, к 2034 г. эта цифра изменится, и сегодня она не является показательной. В то же время не может не беспокоить огромная разница между уплативаемой и получаемой ставкой по классическим свопам. *Fannie Mae* платила фиксированную ставку, а получала «плавающую». Как известно, за 2000–2003 гг. ставки в США достигли отметки в 1%, и если они к 2008 г. не поднимутся, то убытки *Fannie Mae* по классическим процентным свопам обеспечены. Вот почему стратегию хеджирования *Fannie Mae* можно считать ошибочной. Упор нужно было делать на базисные свопы, где речь шла об обмене «плавающими» ставками, например ставки по федеральным фондам в обмен на ставки по казначейским обязательствам. Однако специфика бизнеса *Fannie Mae*, которая работала и работает с закладными, заставляет компанию делать упор на классические свопы. В такой ситуации *Fannie Mae* остается надеяться на рост ставок в США к 2007–2008 гг.

ренней документации в квартальную отчетность, деривативы раскладывают и по стандарту 133, и по стандарту 149, так что не остается узких мест, и любой аналитик может быстро оценить убыточность стратегии хеджирования и ее эффективность для компании. Получается, что рынок сам оценивает, что происходит с корпорацией. Тем самым включается механизм саморегуляции, когда менеджеры, понимая, что за состоянием портфеля деривативов следят извне, стараются не давать инвесторам поводов для беспокойства.

Таким образом, в современном финансовом мире политика компаний в области работы на срочном рынке уже не может зависеть от прихотей и желаний инсайдеров, а если компания подпадает под раскрытие информации, то политика по операциям с деривативами должна быть общественно доступной. Вместе с тем срочный рынок выполняет ряд важных с точки зрения экономического развития функций и способствует развитию международной торговли, а также притоку капитала. Поэтому перед регулятором как всегда стоит непростая задача — поставить корпоративные стратегии по хеджированию в такие рамки, чтобы обеспечить безопасность системы в случае кардинальных изменений конъюнктуры и в то же время не помешать росту самого рынка. ■