Хеджирование рисков в условиях жестких санкций[1]

Алексей ИЛЬИН,
директор по продажам,
Exante



Что произошло в последние полтора месяца, и так многие знают, повторяться смысла нет, да и статью хочется посвятить не проблемам, а новой реальности, ее осознанию, вариантам решения финансовых задач и налаживанию финансовой деятельности.

Для восстановления механизмов закрытия рисков необходимо восстановить/выстроить новую инфраструктуру для осуществления финансовых операций

События февраля 2022 года фактически отправляют в мусорную корзину многие варианты хеджирования, которые отлично работали в мире «до» как для крупнейших корпораций, так и для среднего бизнеса.

Во-первых, почему так? Инструменты, использовавшиеся ранее, — форварды и процентные свопы, сейчас могут оказаться неработоспособными, неликвидными, средства для расчетов по инструментам и залоги — заблокированными, контрагенты из-за санкций, даже имея средства, не могут рассчитываться или оперировать на определенных рынках и т. п.

Что делать? Можно ли и нужно ли хеджировать риски?

Ответ напрашивается сам собой: как минимум надо понимать риски, надо думать о разных вариантах их закрытия и надо объективно оценивать окружающую реальность. Хеджировать можно и нужно, но уже по-новому. Для восстановления механизмов закрытия рисков, на мой взгляд, необходимо восстановить/выстроить новую инфраструктуру для осуществления финансовых операций.

Новая реальность такова:

- Подавляющее большинство международных контрагентов сейчас стараются избегать российский рынок.
- Работа с российскими финансовыми структурами, входящими в санкционные списки, неблагоприятна для подавляющего большинства международных институтов.
- Россияне, проживающие в России, не могут обслуживаться у многих европейских и американских контрагентов.
- 80% долларовых платежей проходят через крупных американских контрагентов, негативно относящихся к российским финансовым структурам и россиянам.
- Торги на рынке USDRUB СПОТ ограничены — комиссией на покупку, рекомендациями ЦБ для банков (спред > 10 руб. для определенных категорий компаний).
- Наличный, локальный безналичный и внешний (по отношению к России и Беларуси) безналичный рынки USDRUB расходятся на текущий момент на 10–18% и более.

[1] Данная статья выражает частное мнение автора и не является инвестиционным советом.

По мере укрепления российского рубля локально растет и разница в процентах между данными рынками.

• Фьючерсы на USDRUB не торговались длительное время, закрыть их могли лишь в определенное время и не все игроки — инструмент, активно используемый ранее для хеджирования, теперь рассматривается как рисковый.

• Заимствования в USD и EUR на внешних рынках практически закрыты для российских компаний.

• Большая часть российских еврооблигаций и еврооблигаций российских крупнейших корпораций торгуются уже даже не в терминах доходности, а в процентах от номинала, на уровнях около 20–40%.

Что изменилось в хеджировании?

• Корпорации хотят войти в новый операционный ритм, понятие хеджирования ушло на второй план, а зря.

• Процентные риски (не рублевые) и сырьевые риски — сейчас лучше действовать через контрагентов, действительно работающих именно на этих рынках, и от имени юрлиц в юрисдикциях, близких этим контрагентам. Также следует учитывать, что российское сырье начинает торговаться с дисконтами, например, нефть Urals в последние дни торгуется с дисконтом 30% от Brent.

• Базовые рынки валютных форвардов и валютных свопов сейчас более или менее работают на перспективу лишь одного месяца. На более дальней перспективе от 1 месяца рынки разбалансированы: рынок есть в сторону покупки доллара корпорациями, однако в сторону продажи долларов корпорациями рынок неликвиден из-за того, что многие банки боятся непоставок со стороны контрагентов, связанных с ограничением хождения доллара в условиях санкций.

• Рынки фьючерсов с трудом можно рассматривать из-за последних остановок торгов.

• Процентные риски российского рубля сейчас сложно хеджируемы из-за сложностей на базовом рынке валютных форвардов и свопов.

Как хеджируют валютные риски USDRUB СПОТ сейчас?

Мелкий и средний бизнес, импортеры: не желая платить большие спреды банков, обращаются к теневым обменным пунктам, к криптобиржам, Peer2Peer Crypto платформам и только в последнюю очередь к банкам, где спред между покупкой и продажей доллара составляет около 10–12 руб./USD и где сильно затруднена возможность операций с купленной валютой. Причем причина этого не столько жадность банков, сколько прямые рекомендации ЦБ РФ о порядке котирования для разных групп компаний.

Экспортеры: обязаны продавать 80% валютной выручки и делают это или напрямую, или через банки на Московской бирже.

Новая инфраструктура, которая необходима для осуществления финансовых операций:

• Новые юридические лица в юрисдикциях, не связанных с санкционными, конечные бенефициары которых не включены в санкционные списки.

• Сетапы новых контрагентов, способных оперировать с необходимыми бизнесу инструментами без ограничений и потенциальных санкционных проблем: азиатские банки, платежные системы и криптобиржи.

• Проработка юридических и налоговых аспектов использования криптобирж, P2P-платформ для осуществления платежей в условиях санкционного давления.

• Подключение к информационным потокам от российских вендоров, способных заменить ушедшие из России такие структуры, как Moody's, S&P, Bloomberg, Reuters/Refinitiv и др.

• Подключение к торговым платформам российских вендоров, позволяющих работать с множеством банков одновременно и управлять казначейскими операциями из единого окна.

• Обучение финансовых директоров и персонала новым возможностям работы с криптовалютой.

ВОЗМОЖНОСТИ И «АРБИТРАЖ»

Валютный рынок USDRUB СПОТ

Разница в текущих котировках USDRUB tom на Московской бирже и USDtRUB, Bank transfer RUB delivery, Binance достигает к 8 апреля 2022 года 18%. По состоянию на последние дни, при курсе USDRUB tom на московской бирже около 75–76 рублей курс продажи USDtRUB, Binance с мгновенной поставкой RUB в крупный несанкционный банк был по ставке около 90–91 рубля. Это говорит о том, что контроль капитала не ослабевает и вызывает все большее расхождение рынков вне и внутри России, ранее находившихся в 100%-ной корреляции друг с другом.

При наличии в периметре холдинга юрлиц вне юрисдикций России использовать такую структуру для операций с входящей/исходящей валютной выручкой будет преимуществом для холдинга.

Покупку валюты выгоднее всего делать на валютной бирже MOEX в случае, если есть возможность эту валюту перечислить по внешнеторговым контрактам. Если возможности так использовать купленную

Для привлечения относительно адекватного по цене рублевого финансирования более разумно использовать локальные российские банки

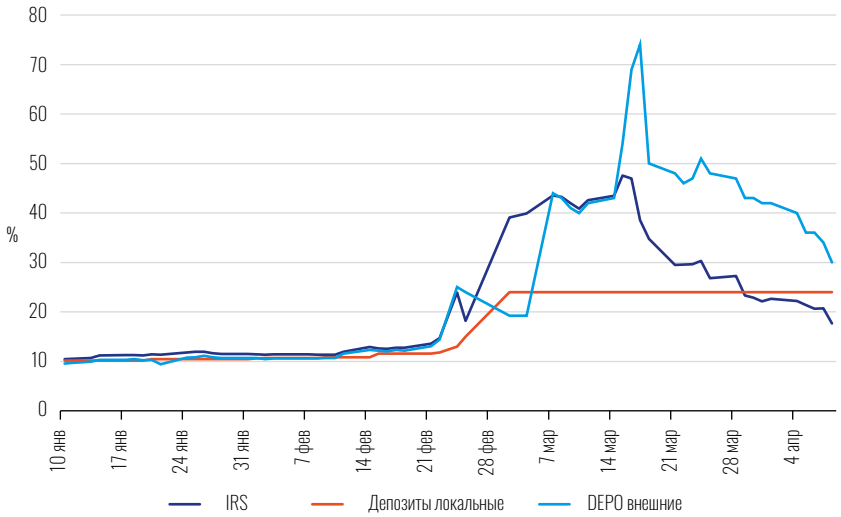


Рисунок 1
1Y RUB Ставки депозитов в 2022 году, предложение

Источник: Refinitiv

валюту нет, имеет смысл совершать покупки валюты против рубля так, чтобы поставка валюты осуществлялась сразу вне юрисдикции России. Криптобиржа Binance позволяет проводить такие операции, некоторые брокерские и управляющие компании тоже, однако операции на них требуют от корпораций консультации юридических и налоговых служб. Для физических лиц эти механизмы могут работать более просто.

Привлечение валютного финансирования имеет смысл лишь при четкой ориентации компании на международные рынки и при наличии валютной выручки

Процентные риски российского рубля и рублевый денежный рынок

Рынки процентных ставок раскоррелированы: снаружи они повышены, внутри России кривые более разумны, логичны к текущей ситуации и приближены к реальности (Рисунок 1).

Для привлечения относительно адекватного по цене рублевого финансирования более разумно использовать локальные российские банки.

Вид кривой ставок российского рубля (Рисунок 2) показывает ожидания рынков к понижению ставок в ближайшем будущем, а значит, рублевое финансирование должно быть максимально коротким.

Привлечение валютного финансирования имеет смысл лишь при четкой ориентации компании на международные рынки и при наличии валютной выручки. Учитывая проблемы с обслуживанием долгов у российского государства и российских корпораций в связи с наложенными санкциями, возможности привлекать финансирование в долларах или евро видятся крайне маловероятными.

Котировки части евробондов России и российских корпораций с расчетами в Euroclear находятся на уровнях 25–40% от номинала. В данной ситуации для корпораций, имеющих хороший свободный денежный поток (а такие есть), имеет смысл выкупать свои собственные евробонды. Это позволит закрыть потребности в длинном финансировании за счет короткого и одновременно заработать громадные суммы для акционеров.

Ситуация на рынках вызвала невероятный стресс, однако появились и новые возможности.

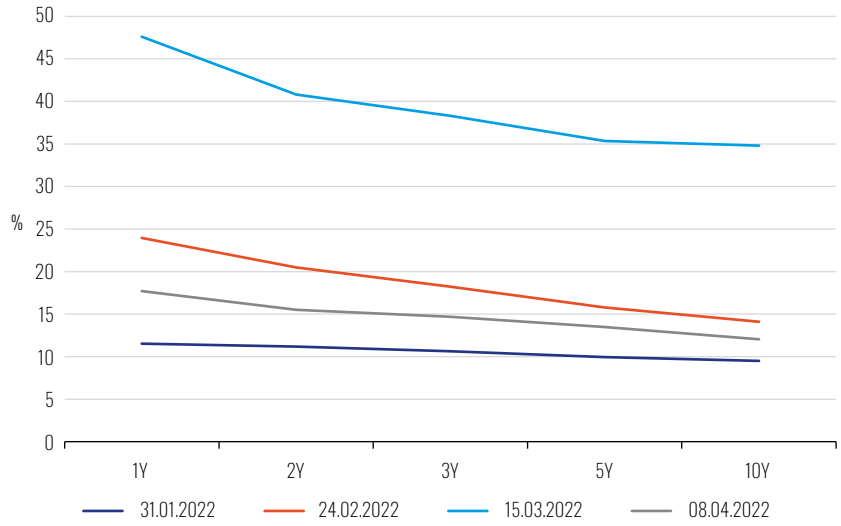


Рисунок 2
Изменение кривой RUB 1Y — 10Y

Источник: Refinitiv