Павел Пикулев,
вице-президент,
Инвестиционный банк «Траст»

Прекрасное далёко

О перспективах развития процентных свопов в России

Процентный своп (IRS) становится все более популярной темой для обсуждения на российских финансовых рынках. Это неудивительно: IRS является одним из самых распространенных деривативов в мире, и по мере развития и интеграции российских рынков в мировую финансовую систему становится очевидно, что рано или поздно рынок процентных свопов появится и у нас. Тем не менее, ожидать появления активного рынка рублевых IRS прямо завтра, на наш взгляд, преждевременно. Сначала должен быть решен комплекс проблем, связанных с юридическим признанием рамочных договоров на рынке деривативов, с развитием банковской системы и формированием экономических предпосылок для формирования рынка свопов. На все это, по нашим оценкам, уйдет еще несколько лет.

ПРОЦЕНТНЫЙ СВОП — НАИБОЛЕЕ РАСПРОСТРАНЕННЫЙ ВНЕБИРЖЕВОЙ ДЕРИВАТИВ В МИРЕ

Процентный своп (IRS) — это наиболее широко распространенный в мире вид внебиржевых (OTC) деривативов и один из самых важных инструментов хеджирования риска процентных ставок. По состоянию на 2006 год общий номинальный объем всех открытых процентных своп-соглашений оценивался в $230 трлн, или около 60% всего номинального объема внебиржевых деривативов.

Ключевую роль на рынке OTC-деривативов и, в частности, процентных свопов играет Ассоциация Свопов и Деривативов (ISDA), основанная в 1985 г. Сегодня в нее входит около 800 организаций из 54 стран мира, т.е. почти все крупнейшие финансовые институты, правительственные агентства и корпорации. Миссией ISDA является создание условий для эффективного развития рынка деривативов и снижения его рисков. Ассоциация занимается созданием и распространением документации по деривативам, внедрением современных методик ведения бизнеса, а также стандартов коммерческого поведения, развитием риск-менеджмента, образованием в области деривативов, совершенствованием законодательства и т.д. Ключевым достижением ISDA можно считать создание Рамочного соглашения ISDA (ISDA Master Agreement) — универсального документа, на основании которого в 2006 г. было осуществлено более 90% всех транзакций с OTC-деривативами. Рамочное соглашение устраняет необходимость заключения множества отдельных договоров на различные виды операций и заменяет их одним документом, что снижает технические риски и издержки, связанные с документооборотом.

Основным индикатором на рынке процентных свопов является разработанный ISDA совместно с Reuters и ICAP показатель ISDAFIX (среднерыночный своп). ISDAFIX — это аналог LIBOR для процентных свопов. Его значение рассчитывается на основе опроса в среднем полутора десятков крупнейших дилеров этого рынка, которых задают вопрос, под какую фиксированную ставку они прокотируют процентный своп номинальным объемом, эквивалентным $50 млн, на определенный срок контрагенту хорошего кредитного качества. Сроки обычно указываются от одного года до тридцати лет. Сейчас среднерыночные свопы публикуются для семи валют: евро, гонконгский доллар, японская иена, британский фунт, швейцарский франк, канадский доллар и доллар США. Среднерыночные свопы используются в качестве бенчмарка для прайсинга облигаций, а также для сравнивания бондов в разных валютах.

РЫНОК ПРОЦЕНТНЫХ СВОПОВ В РОССИИ — ПОКА ЛИШЬ СЛОВОСОЧЕТАНИЕ

Российские финансовые рынки еще ни экономически, ни юридически не успели дорасти до уровня формирования развитого рынка IRS. В настоящее время рынок настолько фрагментирован, что можно сказать, что его нет. Рублевые процентные свопы котируют преимущественно иностранные банки, имеющие интересы в России, причем «настоящие» иностранные банки, а не их российские «дочки», и только между собой по лондонскому праву. И даже на внешнем рынке срок сделок редко выходит за рамки трех

лет, и это при том, что по валютам развитых стран своп-соглашения заключаются на сроки до 30 лет.

Мы видим ряд препятствий, мешающих развитию рынка процентных свопов. Эти причины имеют комплексный юридический и экономический характер, и их можно разделить на четыре основные группы, которые отчасти связаны между собой:

- неопределенность юридического статуса процентных свопов, юридическая незащищенность инвесторов;
- относительно низкое кредитное качество многих российских банков;
- неразвитость ресурсной базы банковской системы, отсутствие долгосрочных пассивов;
- отсутствие необходимости в хеджировании.

ЗАКОНОДАТЕЛЬНЫЕ ПРОБЛЕМЫ

По мере развития финансовых рынков в России становится все более очевидным, что текущее законодательство не соответствует требованиям времени. Особенно это касается части законодательства, относящейся к несостоятельности и банкротству, а именно — закона «О несостоятельности (банкротстве)» и закона «О несостоятельности (банкротстве) кредитных организаций».

Значение этих двух законов для развития рынка процентных свопов гораздо больше, чем может показаться на первый взгляд. При заключении своп-соглашений любая серьезная организация смотрит, насколько будут защищены ее права, если контрагент откажется от исполнения своих обязательств. Если сделка заключается в соответствии с российским правом, то эта защита будет минимальной. В частности, российское законодательство требует предварительной поставки депозитов перед признанием обязательств по уплате процентов по нему. Обосновать в таком случае законность требования платежей по процентному свопу очень сложно, так как своп-соглашения в большинстве случаев заключаются без физического обмена депозитами. Кроме того, в российском законодательстве отсутствует четкое определение понятия рамочного договора, или соглашения (master agreement), и есть проблемы с признанием неттинга на уровне права.

Основным значением рамочного договора, помимо снижения объемов бумажной волокиты, является объединение совокупности срочных сделок с целью их совместного юридического рассмотрения (признание единой юридической судьбы). В настоящее время в российском законодательстве отсутствует четкое определение рамочного соглашения, а потому есть проблемы с признанием единой юридической судьбы сделок.

Признание единой юридической судьбы имеет особенное значение при неисполнении одной из сторон своих обязательств. Если нельзя признать за сделками единую судьбу, то отсутствует возможность зачета встречных требований по различным операциям между сторонами соглашения — так называемого ликвидационного неттинга (close out netting). Невозможность признания единой юридической судьбы и применения ликвидационного неттинга серьезно увеличивает кредитные риски торговли внебиржевыми деривативами с российскими контрагентами.

Ликвидационный неттинг (close out netting) имеет исключительную значимость с точки зрения снижения кредитных рисков, которую можно продемонстрировать на простом примере. Согласно данным ISDA по состоянию на июнь 2006 г., общий номинальный объем открытых позиций в ОТС-деривативах в мире составил $369 трлн. Устрашающая величина — в 16 раз больше ВВП США и еврозоны вместе взятых. При этом рыночная стоимость такого объема открытых позиций составляла лишь $10.1 трлн (2.7% от номинального объема). После применения ликвидационного неттинга совокупная рыночная стоимость открытых позиций снижалась на 81%(!) до $2 трлн, или 0.5% номинального объема ОТС-деривативов. Соответственно, общий объем кредитного риска по всем внебиржевым деривативам при применении ликвидационного неттинга оказывается в 200 раз меньше их номинального объема.

В российском законодательстве нет определенности относительно допустимости ликвидационного неттинга в конкурсном праве. Временная администрация сама вправе выбирать, какие договоры из числа тех, срок исполнения по которым не наступил, должны быть исполнены. Представим себе, что между двумя контрагентами, один из которых стал несостоятельным, действует ряд срочных соглашений, некоторые из которых для несостоятельной стороны прибыльны, некоторые — убыточны, а их общее сальдо убыточно. Соответственно, несостоятельная организация является нетто-должником состоятельной стороны. При применении ликвидационного неттинга обязательства по всем сделкам прекращаются, и несостоятельная сторона должна будет выплатить своему контрагенту сальдо, получившиеся при суммировании рыночной стоимости всех сделок, заключенных согласно рамочному соглашению. Согласно же действующему российскому законодательству, временная администрация должника имеет право признать только прибыльные транзакции и потребовать с контрагента исполнения обязательств по ним, в то время как сам добросовестный контрагент не будет кредитором первой очереди, и его требования к банкроту могут остаться неудовлетворенными в полном объеме. Если учитывать, что несостоятельной организацией скорее всего является банк, имеющий вкладчиков — физических лиц, то получается, что ни в чем не повинный добросовестный контрагент может не только не получить своих денег (для удовлетворения его требований не хватит конкурсной массы), но еще и понести дополнительные убытки, так как ему придется рассчитаться с банкротом по убыточным для себя сделкам еще до того, как временная администрация начнет расплачиваться с кредиторами. Естественно, такого рода неопределенность мешает заключать своп-соглашения в рамках российского права. А работать по лондонскому праву большинство российских банков не будет.

Несмотря на текущие проблемы с законодательством, есть надежда, что в среднесрочной перспективе ситуация может измениться в лучшую сторону. В мае 2007 г. Ассоциацией региональных банков России был подготовлен законопроект о внесении поправок в закон «О несостоятельности (банкротстве) кредитных организаций», устанавливающий правовой режим в отношении сделок секьюритизации активов, рамочных соглашений на рынке деривативов и сделок инвестирования ОФБУ. Законопроект согласуется с международными подходами и стандартами ISDA, и есть надежда, что его принятие будет способствовать активному вовлечению в рынок рублевых ОТС-деривативов российских «дочек» иностранных банков и местных кредитных организаций.

ПРОБЛЕМА НИЗКОГО КРЕДИТНОГО КАЧЕСТВА

Торговля ОТС-деривативами, в том числе и процентными свопами, подразумевает необходимость наличия свободных кредитных линий и лимитов контрагентов друг на друга, что является проблемой в случае с российской банковской системой. Низкое кредитное качество российских банков и общая слабость банковской системы является вторым серьезным препятствием на пути развития российского рынка ОТС-деривативов, которое, к сожалению, может быть устранено лишь эволюционным путем.

Иностранные банки, владеющие технологиями и ресурсами, необходимыми для заключения своп-соглашений, с очень большой неохотой открывают лимиты на российские кредитные институты, особенно на средние и мелкие. И даже если такой лимит открыт, то ставки, по которым российским банкам могут прокотировать процентный своп, будут совершенно неадекватными. Неслучайно при опросе для определения ставки среднерыночных свопов ISDAFIX организациям-респондентам задается вопрос, по какой ставке они прокотируют своп контрагенту хорошего кредитного качества. Российские банки едва ли можно отнести к таковым. По состоянию на июнь средний кредитный рейтинг российских банков был эквивалентен BB-. Средний рейтинг банков, котирующих LIBOR и среднерыночные свопы, — AA. Разница составляет 10 ступеней! Вот и получается, что нерезиденты могут торговать рублевыми свопами только друг с другом, ведь чтобы на ставку свопа не влиял кредитный риск, контрагенты должны быть приблизительно равны по кредитному качеству. Низкое кредитное качество российских банков мешает их широкому вовлечению в рынок процентных свопов, а без этого динамичное развитие рынка рублевых IRS невозможно.

Низкое кредитное качество мешает российским банкам заключать своп-соглашения даже друг с другом. И эта проблема не менее важна, чем отсутствие юридической определенности. Лимиты, открытые российскими банками друг на друга, настолько узки, что даже не позволяют ликвидности эффективно перераспределяться в рамках банковской системы. Тут уж не до свопов. Неслучайно более двух третей всей ликвидности находится на депозитах в ЦБ под 2.5% годовых, в то время как в июне в период выплаты налогов ставки МБК превышали 4.0%. У крупнейших банков — нетто-кредиторов на рынке МБК все лимиты «забиты под завязку», и больший риск они на себя принять не могут, потому приходится держать деньги в ЦБ. В свою очередь мелкие банки — нетто-заемщики, наоборот, стараются держать свободными как можно большее число открытых на них бланковых лимитов, чтобы в случае необходимости иметь возможность быстро и без проблем закрыть разрыв ликвидности. В результате использовать лимиты под свопы никто не хочет. Даже те средние и мелкие банки, которые хотели бы работать с процентными свопами, фактически не могут себе этого позволить, поскольку проблема обеспечения банка ликвидностью для казначейства любого банка стоит на первом месте.

ПРОБЛЕМА РЕСУРСНОЙ БАЗЫ

Проблема отсутствия длинных денег отчасти вытекает из низкого кредитного качества российской банковской системы, а отчасти обуславливает ее. Российское население все еще не доверяет банкам, и поэтому длинных депозитов у российских банков нет. На долговом же рынке средний срок банковских заимствований составляет около трех лет. Короткая ресурсная база ограничивает кредитные рейтинги российских банков и не позволяет им вступать в соглашения на срок 10–15 лет.

К сожалению, проблемы кредитного качества и ресурсной базы, в отличие от законодательных проблем, не решить волевым решением сверху. По нашим оценкам, потребуется еще как минимум несколько лет эволюционного развития, чтобы кредитное качество российских банков достигло того уровня, когда станет возможным бум на рынке процентных свопов.

Развитие системы рефинансирования ЦБ будет способствовать решению проблемы нехватки взаимных лимитов. К возможным мерам мы относим расширение списка принимаемых в качестве обеспечения активов, упрощение процедурных вопросов и, возможно, снижение ставок. Если большинство банков будет уверено, что всегда сможет решить проблемы с краткосрочной ликвидностью, обратившись в ЦБ, то под МБК будет задействована меньшая часть лимитов, и можно будет использовать их под более «продвинутые» продукты, такие как процентные свопы.

ОТСУТСТВИЕ НЕОБХОДИМОСТИ В ХЕДЖИРОВАНИИ

Отсутствие реальной необходимости в хеджировании также является серьезным тормозом развития рынка процентных свопов. Для его развития необходимо, чтобы хоть кто-то опасался глобального роста процентных ставок. В последние же годы доходность по рублевым активам лишь неуклонно снижалась, в таких условиях платить фикс, чтобы защититься от процентного риска, мало кому приходит в голову. К сожалению (или к счастью), пока нет никаких предпосылок того, что глобальный «бычий» тренд на рублевом долговом рынке развернется, поэтому мы не думаем, что в ближайший год-два возникнет сильная потребность в хеджировании на рынке свопов. Развитие междилерского РЕПО и системы рефинансирования ЦБ стабилизировало ставки на денежном рынке, что способствует снижению ставок по долгосрочным долговым инструментам, и похоже, что этот процесс будет медленно, но верно продолжаться еще пару лет, особенно если ЦБ все же обуздает инфляцию и понизит ставку РЕПО.

ПРИДЕТСЯ ПОДОЖДАТЬ

Несмотря на исключительную значимость процентных свопов с точки зрения риск-менеджмента и развития финансовых рынков, по нашим оценкам, пройдет еще как минимум год-два до реального появления рынка рублевых процентных свопов. Даже рынок валютных свопов, существенно менее рискованный по своей природе (при заключении валютного свопа происходит физический обмен депозитами), и тот еще весьма слабо развит. Операции с валютными свопами активно идут лишь на срок до полугода, а долгосрочная ипостась валютных свопов — длинные NDF — это такая же малоликвидная вотчина иностранных банков, как и процентные свопы. При заключении беспоставочных форвардов также никуда не деться от вездесущих кредитных и юридических рисков российской банковской системы, и именно с этими рисками предстоит разобраться, прежде чем долгосрочные NDF и процентные свопы прочно войдут в каждодневный обиход российского рынка.