Центральный банк неуклонно движется от активного таргетирования обменного курса рубля к формированию поведения процентных ставок. В связи с этим динамика многих инвестиционных инструментов начинает сильно зависеть от изменений, происходящих на денежном рынке. Показатель процентного риска, возникающий при сделках с облигациями, становится значимым для оценки результативности деятельности торговых и инвестиционных подразделений банков и компаний. Какова существующая практика минимизации (хеджирования) процентного риска?

Практика хеджирования процентных рисков в казначействе

Андрей ДАБИЖА,
старший управляющий казначейства ЕБРР, член экспертного совета Национальной валютной ассоциации

Прежде чем описать практические подходы к хеджированию рублевых процентных рисков, я предлагаю начать с постановки вопросов, определяющих суть стоящих перед специалистом казначейства проблем. А именно, на каких принципах основана деятельность казначейства? Каким рискам она подвержена? Что такое процентный риск? Каковы инструменты хеджирования процентных рисков?

Сразу хочу оговориться, что в данной статье я буду рассматривать деривативное или долговое финансирование потребностей казначейства, не отвлекаясь на долевое. То есть исходя из того, что казначейство привлекает необходимые ресурсы в рублях РФ на рынке капитала сделками своп, депозит (рынок money market) или выпуская облигации. При этом я намеренно исключаю валютный риск и предполагаю, что у вас имеются достаточные кредитные (торговые) линии для проведения межбанковских сделок на денежном, деривативном или долговом рынках.

ОСНОВА ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КАЗНАЧЕЙСТВА

Несомненно, это привлечение необходимых ресурсов для основной деятельности банка, в составе которого функционирует казначейство. В идеале все просто: банку требуются средства, например, на выдачу кредитов или финансирование торговых, спекулятивных, инвестиционных, хозяйственных и других операций. Казначейство получает распоряжение привлечь указанную сумму на определенный срок и отправляется на рынок капитала с соответствующим интересом. Если средства нужны, предположим, на 10 лет, то и казначейство на рынке капитала привлечет их на 10 лет. Такова теория. На практике возникают следующие проблемы. Для многих привычных операций, таких как, например, кредитование или, допустим, спекуляции на рынке, крайне затруднительно определить точный момент, когда привлеченные на рынке капитала средства понадобятся. Обычно клиенты предпочитают иметь некоторую свободу в определении даты востребования кредита в соответствии с их собственными производственными нуждами. Для торговли/спекуляций сложно предсказать момент входа в позицию и, следовательно, момент расходования денег. Впрочем, выход из позиции также создает проблему, его невозможно предсказать во времени, что делает срок использования средств на эти цели произвольным. Это приводит к тому, что средства, используемые в основном бизнесе, не имеют четкой

привязки к датам привлечения казначейством ресурсов на рынках капитала и далеко не всегда эти средства возвращаются точно в намеченный срок (или ранее намеченного срока).

Здесь мы подходим к основной проблеме, с которой сталкивается любое казначейство. Ее можно сформулировать так: «Каким образом финансировать уходы средств, которые неизвестно, когда произойдут и будут возвращены?» Напрашивается ответ: «Казначейство должно привлекать необходимую сумму средств (и даже с некоторым запасом), причем на максимально возможный срок». Но этот ответ не является полностью приемлемым. Причина проста: возникает риск платить за привлеченные ресурсы больше, чем банк получит от их использования в бизнесе, поскольку нет гарантии (по причинам, рассмотренным выше), что эти средства будут использованы с самого первого момента их привлечения на рынке капитала и их вернут в означенный срок, а не досрочно. Проблема усугубляется, когда ставки предоставления ресурсов на рынке капитала увеличиваются в зависимости от срока привлечения. То есть кривая процентных ставок нормальная, а не плоская или перевернутая. Выход состоит в том, что казначейство разбивает необходимую сумму привлечения средств на рынках капитала на несколько частей и занимает необходимые ресурсы на разные сроки (начиная с овернайт), а не только на максимально возможный. Это позволяет снизить процентные расходы на обслуживание привлеченных денег и быть менее чувствительным к досрочным возвратам. Предлагаю рассмотреть главный риск, с которым имеет дело специалист казначейства, когда выполняет основную функцию — снабжение своего банка ресурсами.

Это процентный риск, или риск изменения рыночной процентной ставки. Речь идет о том, что ставки привлечения/размещения средств, как правило, нестабильны, особенно на длительном временном отрезке. То есть ресурсы, привлеченные, допустим, на пять лет сегодня, через некоторое время можно было бы привлечь дешевле или дороже на тот же самый срок. И если эти средства не были использованы по назначению немедленно, то в случае снижения процентных ставок на рынке банк понесет убыток, он будет платить за привлеченные ресурсы больше, чем получит от предоставления кредита своим клиентам (исходим из того, что банк финансирует клиентов по рыночным ставкам, не желая проигрывать в конкурентной борьбе). Кстати, рост процентных ставок также может создавать проблемы. Например, если казначейству понадобится рефинансировать часть ранее сделанных заимствований, особенно если ими были обеспечены более длинные, чем заимствования, кредиты, то убытков и в этом случае не избежать. Собственно, задача казначейства сводится к тому, чтобы банк всегда имел ресурсы в требуемом объеме и на необходимый срок, но при этом не нес убытки, если процентные ставки изменяются. Эту задачу в казначействе решают с помощью хеджирования процентного риска, то есть составления такой комбинации займов и вложений временно свободных средств, наряду с процентными деривативами, которая позволяет получить доход при изменении процентных ставок на рынке (или хотя бы минимизировать убытки от подобного изменения).

Считаю нужным упомянуть здесь такой важный для казначейства аналитический инструмент, как книга процентного риска (Interest Rate Book). Речь идет о том, что каждая сделка по привлечению или размещению средств, вообще любая сделка, приносящая процентный риск, при учете вместе с другими подобными сделками в той же валюте создает, исходя из своей длительности и объема, некий показатель чувствительности к изменению рыночных процентных ставок (Present Value of a Basis Point, PVBP). То есть данный показатель отражает, насколько изменится стоимость сделки, если ставки на рынке вырастут или упадут на один базисный пункт (0.01%). Конечно, также важно, какова сторона самой сделки, ресурсы привлечены или размещены. Если ресурсы по данной сделке были привлечены, то рост процентных ставок на рынке создает положительную переоценку (объем переоценки определится той самой чувствительностью). И напротив, в случае размещенных ресурсов переоценка при росте рыночных ставок будет отрицательной. Книга процентного риска в разбивке по срокам привлечения/размещения средств с привязкой к кривым рыночных процентных ставок показывает специалисту казначейства его позицию на различных временных интервалах. Она позволяет увидеть, в каких сроках позиция уязвима к росту или падению процентных ставок, и рассчитывать, на какую сумму необходимо выполнить хеджирование позиции, если в этом возникнет потребность.

С ПОМОЩЬЮ КАКИХ ИНСТРУМЕНТОВ ВОЗМОЖНО ХЕДЖИРОВАТЬ ПРОЦЕНТНЫЙ РИСК?

Предлагаю разбить эти инструменты на две группы.

К первой можно отнести инструменты, которые связаны с физическим привлечением/размещением ресурсов и одновременно создают процентный риск. Это депозиты (Money Market transactions, MM) длительностью обычно от одного дня (overnight, O/N) до шести месяцев. Это валютные свопы (FX Swaps). Это кросс-валютные свопы (Cross Currency Swaps) и их разновидность — базисные свопы (Basis Swaps, BS). Это покупка или выпуск инструментов долгового рынка, прежде всего облигаций. Данные инструменты — это основа, формирующая пассивы и иногда активы казначейства.

Существует несколько проблем, связанных с использованием этих инструментов для хеджирования процентного риска:

– данные инструменты существенно заполняют лимиты на операции (кроме валютных свопов с регулярными курсовыми переоценками), несут дополнительные риски, например кредитный и контрагентский;

– только облигации позволяют выходить из позиции в любой момент (если рынок ликвиден), для свопов необходимо досрочное прерывание сделки, что далеко не всегда возможно и требует согласия контрагента.

Ко второй группе инструментов хеджирования процентного риска относятся сделки, не связанные с привлечением или размещением средств в физической форме, но подразумевающие получение дохода/убытка в зависимости от изменений рыночных процентных ставок или цены подлежащего инструмента. Речь идет о процентных свопах (Interest Rate Swaps, IRS, и их разновидность Overnight Indexed Swaps, OIS). Это FRA (Forward Rate Agreement). Это фьючерсы на процентные ставки и на облигации (корзину облигаций).

Инструменты обеих групп имеют в своей основе привязку к рыночным индикаторам процентного риска. Например, длинные сделки MM, BS, IRS, FRA и фьючерсы на процентные ставки привязаны к трехмесячной ставке MOSPRIME. OIS привязаны к ставке RUONIA. Кроме

того, ценообразование FX swaps и XCY swaps зависит не только от ожиданий изменения обменного курса рубля, но и от ожиданий изменения процентных ставок и доступности ликвидности даже на рынке overnight. Что касается облигаций, то и там присутствует прямая связь между уровнями доходности бондов и уровнем ликвидности, отраженным в ставках денежного рынка, куда относится рынок РЕПО (рыночный индикатор RuRepo), а также ожиданиями относительно процентных ставок в будущем. Все это было отмечено для того, чтобы показать, что хеджирование процентного риска будет тем успешнее, чем точнее примененный инструмент будет отображать динамику рыночных процентных ставок, на основе которых формируется книга процентного риска.

ПОДРОБНЕЕ ПРО ОБЛИГАЦИИ

Как уже было сказано, облигации являются распространенным инструментом создания и хеджирования процентного риска. Но если покупка облигации с фиксированным купоном работает только как хедж от падения процентных ставок, то облигации с плавающим купоном позволяют чувствовать себя уверенно и в противоположной ситуации, то есть когда процентные ставки растут.

Разберем ситуацию, в которой специалисту казначейства необходимо вложить временно свободные средства на неопределенный период времени, пока они не будут востребованы на нужды банка. Понятно, что желательно заработать как можно более высокую процентную ставку, чтобы минимизировать убыток из-за разницы в ставках с заемными средствами (пассивами). Это заставляет вкладывать средства в наиболее длинные свопы, депозиты или облигации. Но, как известно, ресурсы могут быть истребованы в любой момент. Так что длинные свопы или депозиты не подходят. А облигации с фиксированной купонной ставкой начнут падать в цене и приносить убытки, если произойдет рост ставок на рынке.

Выход заключается в покупке облигаций с плавающим купоном (флоатера, или FRN, Floating Rate Note), привязанным к индикатору рыночных процентных ставок. Такие облигации имеют высокую курсовую устойчивость, поскольку рост процентных ставок означает рост ставки купона при следующем фиксинге (как правило, каждые 3 месяца), то есть повышенную доходность в перспективе, но не за счет понижения цены. При падении же ставок величина ранее зафиксированного купона принесет дополнительный доход, а новый фиксинг отразит существующую рыночную ставку и оставит цену облигации близкой к номиналу. Получается, что покупка облигаций с плавающим купоном представляет собой аналог размещения средств по ставкам денежного рынка на 3 месяца, но с возможностью выхода в любой момент в наличные средства путем продажи бондов без значительной потери в цене. Это, безусловно, компромисс, поскольку трехмесячные ставки денежного рынка, как правило, ниже ставок по длинным свопам или длинным облигациям с фиксированным купоном. Но зато имеется уверенность в том, что свои средства могут быть возвращены в любой момент без значительных потерь, связанных с изменением кривой процентных ставок на рынке или невозможностью досрочного расторжения сделки своп.

В настоящее время на рынке рублевых бондов обращаются три группы облигаций с привязкой купонов к процентным ставкам/индикаторам.

Первая группа — облигации, чей купон привязан к одному из индикаторов ставок денежного рынка, 3M MOSPRIME или 3M ROISFIX. Например, некоторые бонды, эмитированные ИНГ Банком (Евразия) или ЕБРР.

Вторая группа — облигации, чей купон привязан к инфляции, годовому индексу потребительских цен (CPI, Consumer Price Index). Например, некоторые бонды, эмитированные «РОСНАНО».

Третья группа — облигации, чей купон привязан к фиксированной ставке прямого РЕПО с Банком России на срок семь календарных дней (в ряде случаев купон привязан к ставке годового РЕПО с ЦБ). Например, некоторые бонды, эмитированные РЖД или «Транснефтью».

Важно понимать, что флоатерами, способными удовлетворительно захеджировать риск, связанный с поведением рыночных процентных ставок, являются лишь бумаги из первой группы. В самом деле, индекс инфляции может значительно изменяться, причем не всегда его снижение или рост сопровождаются синхронным падением или ростом ставок денежного рынка (любопытно в этой связи сопоставить поведение ставки 3M MOSPRIME и Russian CPI за последние пять лет).

Тем более не стоит безоглядно рассчитывать, что покупка в текущей ситуации облигаций из третьей группы позволит защитить свои позиции от роста или падения рыночных процентных ставок, поскольку в настоящий момент длинные ставки ЦБ недостаточно гибки, чтобы адекватно отражать колебания рыночных индикаторов.

Обнадеживает, впрочем, что ЦБ объявил о своих намерениях переходить к предоставлению ликвидности банкам по плавающим ставкам (причем, возможно, с привязкой к рыночной ставке RUONIA). В таком случае денежный рынок получит прозрачную и наполненную реальным содержанием кривую процентных ставок, максимально освобожденную от кредитного риска.

К сожалению, в обращении находится незначительное количество облигаций, купон которых привязан к ставкам MOSPRIME или ROISFIX. Такие бумаги практически не имеют вторичного рынка, они, как правило, находятся в портфелях покупателей до погашения.

В качестве выхода из положения имеет смысл рассмотреть создание «синтетического флоатера». Для этого можно купить облигацию приемлемого кредитного качества с фиксированным купоном и заключить процентный своп (IRS vs. 3M MOSPRIME или OIS vs. RUONIA) на сумму, равную той, что потрачена на покупку бонда. Своп предполагает, что покупатель бонда платит фиксированную процентную ставку в обмен на получение платежей по плавающей ставке. Дата окончания свопа в идеале должна совпадать с датой погашения облигации или примерно ей соответствовать. Важно, чтобы фиксированная ставка купона была выше или равна фиксированной процентной ставке по свопу. «Синтетический флоатер» имеет все недостатки, присущие составляющим его инструментам. В случае роста процентных ставок на рынке облигация будет терять в цене и при необходимости выйти «в деньги» принесет держателю убытки (в отличие от «настоящего» флоатера). Да, своп при этом будет прибыльным, но для того, чтобы эту прибыль зафиксировать, придется или расторгать существующую сделку, что обычно весьма затруднительно, или заключать встречный своп, что приведет к дополнительной нагрузке на лимиты. Тем не менее даже такая несовершенная структура позволяет иметь более защищенную и сбалансированную книгу процентного риска казначейства.