Максим БУЕВ,
профессор прикладных финансов,
Европейский университет
в Санкт–Петербурге

Шанс для Московской биржи, который упускать нельзя

Колонка на эту тему напрашивалась уже очень давно — год-полтора точно. За это время мы пережили и волны девальваций рубля, и возросшую волатильность на валютном рынке, и проблемы с деривативами у корпоратов, и остановки торгов на Московской бирже, а также поиски Комитетом по валютному рынку биржи путей улучшения микроструктуры торгов, увеличения ликвидности рынка и уменьшения количества пустых транзакций.

Все это побуждает меня больше не откладывать статью в долгий ящик и написать наконец про необходимость развития в нашей стране культуры управления рисками среди компаний нефинансового сектора и превращения биржи в настоящий центр хеджа из спекулятивной площадки, которой она по большей части сейчас является.

Прежде чем приступить к рассуждениям о нашей действительности, позвольте привести один характерный пример из недавнего прошлого реальности западной. В начале 1980-х годов известная во всем мире сеть ресторанов «Макдональдс» собиралась выйти на рынок с новым продуктом — «Чикен МакНаггетс». «Макдональдс», однако, беспокоила высокая вероятность повышения стоимости цыплят в ближнесрочной перспективе, и руководство компании было вынуждено выбирать из двух возможных стратегических вариантов. С одной стороны, сеть ресторанов могла заранее завысить цены на продукт в меню и таким образом переложить риск на плечи покупателей, но рисковать снижением спроса. С другой стороны, можно было взять рыночный риск на себя и наблюдать, как рентабельность компании снижается. В идеале этот риск нужно было как-то захеджировать, но, к сожалению, даже на развитом американском финансовом рынке никто не предлагал фьючерсы на цыплят. Прямые переговоры с производителями мяса цыплят в попытке зафиксировать отпускную цену ни к чему не приводили. Производители боялись, что таким образом они будут нести дополнительные издержки сами, что, в свою очередь, прямо скажется на их отношениях с фермерами, поставляющими цыплят.

На помощь Макдональдсу пришла знаменитая теперь инвестиционная компания Bridgewater Associates. Рэй Далио, основатель Bridgewater, поразмыслив, отправился к производителям цыплят со следующей идеей. С точки зрения финансового рынка, цыпленок — это цена самой птицы (как

правило, очень низкая), а также цена ее корма, который состоит из кукурузы и соевого жмыха. С точки зрения производителя цыплят, единственными действительно волатильными издержками, о которых им стоило беспокоиться, являлись именно рыночные цены на кукурузу и сою. Таким образом, Bridgewater предложили производителям захеджировать экспозицию к ценовому риску путем покупки синтетического фьючерса на два базовых актива — кукурузу и сою. Убрав рыночный риск удорожания кормов, производители смогли бы предложить «Макдональдсу» фиксированную цену на мясо птицы. В итоге сделка с крупнейшим производителем куриного мяса состоялась, и в 1983 году «Макдональдс» стал предлагать своим клиентам «Чикен МакНаггетс».

Этот пример очень хорошо иллюстрирует, как в реальности рентабельность компании нефинансового сектора зависит от движения рыночных цен на активы, которые, кажется, не имеют прямого отношения к тому, чем компания занимается. Однако более близкий анализ бизнеса, который для «Макдональдса» провел Рэй Далио, позволил сети ресторанов не только убрать неопределенность в ценах поставки, но также и выйти на рынок с новым продуктом. В итоге потребовалось только убедить поставщиков куриного мяса застраховать себя от неблагоприятной динамики цен на корма для птиц, которые, в свою очередь, прямо зависят от цен на определенные сельскохозяйственные «комоды».

Эта история не уникальна для США и могла произойти в любой развитой экономике, рынок которой удовлетворяет ряду условий. Во-первых, нефинансовые компании должны иметь достаточно грамотный казначейский отдел, понимающий, как с помощью аллокации средств на хедж можно существенно упростить производственный процесс, убрав неопределенность, и повысить рентабельность. Во-вторых, в стране должна присутствовать финансовая инфрастуктура в виде инвестиционных компаний, помогающих своим клиентам заниматься управлением активами и обязательствами (так называемые asset and liability managers, ALM), вроде той же Bridgewater. В-третьих, нефинансовые компании должны легко выходить на биржу в поисках подходящего хеджа, то есть покупки фьючерсов в случае производителей мяса птицы и продажи фьючерсов в случае фермеров, которые эту птицу выращивают. В-четвертых, для сведения сторон продажи и покупки фьючерсов на биржах должны действовать крупные маркет-мейкеры, которыми, как правило, являются банки, готовые нести риски несоответствия активов одной стороны и пассивов другой стороны, риски несоответствия длительности контрактов и так далее. Наконец, сама биржа должна предлагать новые продукты, которые позволят сторонам спроса и предложения эффективно управлять своими рисками.

Обратимся теперь к ситуации в нашей стране. Политические и экономические потрясения последних полутора лет так или иначе заставят — если еще не заставили — многие компании думать о необходимости хеджировать риски, заложенные в их бизнес-моделях. И если про цены на кукурузу и соевый жмых, наверное, им думать пока не так актуально, то риск неблагоприятного изменения курса рубля к доллару коснулся всех и вся. Одно дело было жить в периоды низкой волатильности обменного курса (например, до 2008 года и в некоторые промежутки после), и совсем другое — если на дворе декабрь 2014 года или сентябрь 2015 года.

Однако наш рынок сейчас не удовлетворяет перечисленным выше условиям развитости. С одной стороны, на подавляющем большинстве предприятий нефинансового сектора у нас отсутствуют системы управления рисками (не прописаны процедуры, не проводится стресс-тестирование и т. д.). Нет прослойки ALM-компаний, помогающих предприятиям осознать экспозиции к тем или иным рискам, валютному в частности, в их бизнес-моделях. С другой стороны, на нашем валютном рынке фактически доминируют одни спекулянты, то есть нет ни хеджеров, продающих риски, ни больших маркет-мейкеров (банков), готовых эти риски нести. Основными игроками на Московской бирже, например, являются торговые роботы HFT, «физики» и Центральный банк РФ, следующий правилам не тратить валютные резервы на ценовую стабильность и поддерживать паритет, согласно которому курс доллара в рублях, помноженный на цену нефти, должен быть равен 3200–3500 для наполнения госбюджета. Такой состав действующих лиц на бирже приводит к тому, что в критические моменты наш рынок абсолютно неэффективен, его лишь уносит в какую-то одну сторону, что в экстремальных

МОСКОВСКАЯ БИРЖА ДОЛЖНА СТАТЬ ПЛОЩАДКОЙ, ГДЕ РОССИЙСКИЕ КОРПОРАЦИИ СМОГУТ ХЕДЖИРОВАТЬ ВАЛЮТНЫЕ РИСКИ ПО РЫНОЧНЫМ ЦЕНАМ

случаях может приводить к остановкам торгов, как несколько раз уже случалось на Московской бирже в 2015 году.

На мысль о том, что на нашем валютном рынке мгновенную ликвидность обеспечивают по большому счету лишь торговые роботы HFT, некоторых профессиональных финансовых блогеров навела известная статья в «Ведомостях» под заголовком «Московская биржа может повысить комиссию для высокочастотных трейдеров», опубликованная на сайте газеты 27 сентября этого года, а на следующий день — в очередном выпуске под заголовком «Биржа хочет работать по-крупному». По следам статьи известный независимый трейдер Александр Минеев писал на своей странице в Facebook: «Приходится признать, что систематически, а тем более в экстремальных обстоятельствах, никакой другой силы (*кроме роботов HFT* — М.Б.) на рынке попросту нет. В критические моменты высокой волатильности, которая имеет экономические или политические причины, у ЦБ, вероятно, просто отсутствуют доступные валютные резервы для биржи, что проявилось в том числе во время кризиса декабря 2014 года. Когда нет других крупных игроков на рынке, биржа активно осваивает «перспективную» технологию остановки торгов... Вероятно, текущий «мандат» ЦБ как глобального регулятора сводится к макроэкономическому регулированию курса рубля, то есть среднесрочным (месяцы) движениям, а не поддержанию мгновенной ликвидности и ценовой стабильности. «Вдруг» оказалось, что это проблема биржи».

В итоге в критические моменты, как в августе 2015 года, волатильность на бирже резко возрастает, а ликвидность рынка падает, на более мелкую сделку приходится более сильное движение. Пронаблюдав в эти периоды действия HFT-роботов, Комитет по валютному рынку Московской биржи рекомендовал повысить в пять раз коэффициент влияния на дополнительный комиссионный сбор (ДКС), о чем и была вышеуказанная статья в «Ведомостях». Иными словами, биржа предложила ввести эту меру для увеличения ликвидности рынка и уменьшения количества пустых транзакций, поскольку действия роботов генерят огромное количество заявок, которые не приводят к совершению сделок. Это повышение комиссионных должно укрупнить некоторых спекулянтов, заставив их увеличить лоты, а значит проиграть в мгновенной ликвидности. При таком повышении ДКС спекулянтам придется брать на себя более долгосрочные риски, чем они привыкли, то есть на секунду/минуту/какое-то короткое время.

Проблема пустых заявок, однако, это не проблема присутствия на бирже большого числа HFT-роботов, а скорее проблема отсутствия других игроков, которые бы становились против высокочастотников в критические моменты. На эффективном рынке должны присутствовать игроки с разными представлениями о временной структуре рисков и предъявляющие на активы (в данном случае — валюту) разный спрос, то есть требующие отличные от HFT-роботов цены. Кроме покупателей валютного риска, то есть крупных маркет-мейкеров, банков, должны быть и хеджеры, то есть корпораты, которые этот риск продавали бы. Только когда на рынке есть игроки с разными представлениями о ценах, можно говорить о его эффективности. Одинаковые же игроки друг с другом не торгуют — у них представления о ценах одни и те же. Как пишет А.Минеев, «торговля возникает лишь тогда, когда одна и та же цена для кого-то «дорого», а для кого-то «дешево». Эта же мысль проходит красной нитью и в нашумевших среди финансовых профессионалов нашей страны лекциях Кирилла Ильинского, сооснователя группы компаний Fusion, которые он читал в Европейском университете в Санкт-Петербурге в 2012–2015 годах. Различие в интересах, во взглядах на справедливую цену — это результат «неодинаковости» игроков финансового рынка, что определяется, например, их разным доступом к финансовым ресурсам, кредиту, разными резервам, разной степенью информированности и так далее. Разумеется, мелкость — это беда отечественного финансового рынка вообще, не только валютного.

> ТОЛЬКО КОГДА НА РЫНКЕ ЕСТЬ ИГРОКИ С РАЗНЫМИ ПРЕДСТАВЛЕНИЯМИ О ЦЕНАХ, МОЖНО ГОВОРИТЬ О ЕГО ЭФФЕКТИВНОСТИ

То, что прошедшие периоды высокой волатильности на валютном рынке были далеко не последними, понятно многим. В ближнесрочной перспективе — наверняка уже в конце этого года — такое время снова наступит. При отсутствии кардинальных изменений нас ожидают очередные остановки торгов, очередные попытки укрупнения игроков и так далее. Однако, думая о перспективе долгосрочной, Московская биржа должна ухватиться за шанс стать площадкой, где российские корпорации могли бы хеджировать валютные риски по рыночным ценам, а банки могли бы этот риск на себя брать, а потом либо перестраховывать, либо формировать под него резервы. Разумеется, это не дело одного дня. Оно требует коллективного движения в одном направлении и самой биржи, и регулятора финансового рынка в лице ЦБ, и Минфина, а также изменения психологии, подходов к управлению предприятиями в реальном секторе, когда страховать риски — обычное дело, под которое выделяются специальные резервы.

Начав с биржи валютной, нужно думать об аналогичных шагах и на биржах товарных и так далее. Когда необходимые изменения произойдут, наш финансовый рынок станет глубже, стабильнее и эффективнее, а корпорации не будут нести громких убытков по непрозрачным деривативам, как было в 2014 году. Тогда история с «Макдональдсом», с которой я начал эту колонку, станет возможной и в нашей стране. Если же Московская биржа, как ведущая биржа страны, не станет флагманом в углублении отечественного финансового рынка, то рано или поздно этим займутся ее конкуренты, поскольку альтернативы движению в этом направлении у нас просто не существует.