Управление совокупным финансовым риском в современных реалиях

Юрий НОГИН,
начальник управления
риск-менеджмента,
Ингосстрах-Инвестиции

Геополитические и экономические условия серьезно изменились с конца февраля 2022 года. Риск-менеджерам финансовых организаций пришлось встретиться с незнакомыми и непредвиденными ситуациями, в которых многие решения принимались экспертными методами. Управление финансовыми рисками столкнулось с необходимостью учета страновых рисков, которые ранее оценивались как незначительные и принимались по умолчанию. Автор настоящей статьи делает попытку систематизировать накопленные за последние месяцы данные для выработки комплексного решения по учету совокупного финансового риска долговых финансовых инструментов (далее — облигаций) в современных реалиях. Каким образом можно учесть иностранные и российские облигации, номинированные в иностранной валюте, которые «зависли» в международном депозитарии Euroclear?

Существует множество способов расчета кредитного, процентного, рыночного и валютного риска

Прежде всего следует отметить, что совокупный финансовый риск облигации представляет собой сумму выраженных в денежном эквиваленте (в российских рублях для учета в российских финансовых организациях) нижеперечисленных рисков:

- кредитный риск эмиссии (при наличии кредитного рейтинга) или эмитента (в порядке убывания приоритета наличия кредитного рейтинга);
- процентный риск изменения стоимости облигации в зависимости от изменения ключевой ставки ЦБ РФ или иного регулятора (в зависимости от валюты облигации);
- рыночный риск переоценки облигации участниками рынка ценных бумаг (может не учитываться, если облигации удерживаются в портфеле до погашения);
- валютный риск переоценки валюты, в которой номинирована облигация (не учитывается, если валюта — российский рубль);
- страновой риск Российской Федерации при хранении в депозитариях дружественных или недружественных России стран (не учитывается, если облигации хранятся в российских депозитариях).

Существует множество способов расчета кредитного, процентного, рыночного и валютного риска, для целей настоящей статьи автором рассматривается

Таблица 1
Экспертные вероятности нахождения договоренности между облигационерами и эмитентом облигационного выпуска

Вероятность в лингвистических термах	Вероятность в %
Отсутствует	0 %
Низкая	15 %
Средняя	30 %
Выше средней	45 %
Высокая	60 %

Источник: расчеты Управления риск-менеджмента АО УК «Ингосстрах-Инвестиции»

исключительно страновой риск (как часть риска ликвидности).

Под страновым понимается риск невозможности получения держателями облигации купонных платежей, выплат части номинала (если такое предусмотрено проспектом эмиссии), номинала при погашении облигации и/или иных выплат, в случае если эмитент из-за обстоятельств третьей силы (например, санкций) не может провести платежи в валюте, в которой номинирована облигация.

По мнению автора, чтобы учесть страновой риск в текущих условиях, необходимо соотнести кредитный рейтинг Российской Федерации с рейтингом, присвоенным агентствами, чьи кредитные рейтинги учитываются в нормативных документах и принимаются во внимание большинством инвесторов страны, в чьей юрисдикции функционирует расчетный депозитарий.

Для недружественных к России стран рейтинг РФ соответствует присвоенному международными рейтинговыми агентствами Standard and Poor's, Fitch и/или Moody's кредитному рейтингу на уровне CCC по международной рейтинговой шкале, что в целом имеет PD[1] на пятилетнем горизонте в иностранной валюте, равный приблизительно 84.7 %[2] (вероятности наступления дефолта эмитента).

Пятилетний горизонт был выбран специально, чтобы учесть возможные ожидаемые эффекты от санкций, таким образом делается допущение о том, что по истечении пяти лет в России будет либо реальный дефолт, либо отмена санкций и пересмотр кредитного рейтинга.

Следует отметить, что если облигация представляет собой еврооблигацию российского эмитента, есть шанс (вероятность) нахождения компромисса между держателями облигаций и эмитентом по выплате купонных платежей и номинала при погашении в российских рублях по курсу валюты, в которой номинирована еврооблигация, напрямую держателям (минуя расчетный депозитарий). При наличии такой возможности необходимо скорректировать вышеуказанную вероятность дефолта путем вычитания из 84.7 % вероятности «договориться с эмитентом» в соответствии с нижеуказанной таблицей.

Вероятности нахождения договоренности между облигационерами и эмитентом определялись экспертно на основе оценочного суждения сотрудников Управления риск-менеджмента методом мозгового штурма. Сначала определялись диапазоны вероятностей, потом выбирались ближайшие консервативные значения, кратные 5 % для удобства использования.

Таким образом, страновой риск недружественных стран для российских еврооблигаций описывается как PD текущего кредитного рейтинга РФ от международных рейтинговых агентств — экспертная вероятность выплаты напрямую от эмитента (в соответствии с Таблицей 1).

Для дружественных России стран рейтинг РФ соответствует рейтингу, присвоенному международными рейтинговыми агентствами Standard and Poor's, Fitch и/или Moody's до событий 24.02.2022, что соответствует уровню BBB- по международной рейтинговой шкале, PD которого на пятилетнем горизонте в иностранной валюте равен приблизительно 2.8 %.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что при хранении облигаций вне российских депозитариев риск растет на порядок при сравнении «дружественности» страны, в чьей юрисдикции работает депозитарий. Важно помнить, что переход из дружественной в недружественную страну для России происходит достаточно резко, что не позволяет принимать взвешенных решений в подобные исторические моменты.

Страновой риск недружественных стран для российских еврооблигаций описывается как PD текущего кредитного рейтинга РФ от международных рейтинговых агентств

[1] От англ. «Probability of Default» / «Вероятность дефолта».

[2] https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/210412-default-transition-and-recovery-2020-annual-sovereign-default-and-rating-transition-study-11888070, table 60.