Иван КОЗЛОВ,
структуратор, управление структурных продуктов и структурирования, «ВТБ Капитал»

Деятельность любой компании подвержена тому или иному виду риска. Оставляя в стороне не менее значимые для общего финансового результата угрозы (например, операционные, репутационные, юридические), мы сфокусируемся на тех, результативность управления которыми можно оценить численно, и рассмотрим ряд рыночных рисков, с которыми так или иначе сталкивается большинство крупных компаний российского рынка — это валютные и процентные риски.

Хеджирование при помощи валютно-процентных инструментов

Валютный риск возникает в случае, если валютная структура активов компании не совпадает со структурой обязательств либо же денежные потоки выражены в разных валютах. Классический пример — импортеры, выручка которых выражена в рублях, а расходы на приобретение товаров — в долларах или евро. Привлечение кредитов или выпуск облигаций в валюте, отличной от валюты выручки, также делает компанию уязвимой по отношению к негативному движению курса. События декабря 2014 года и последующих месяцев особенно ярко показали необходимость хеджирования валютного риска.

Процентный риск зачастую бывает сложнее идентифицировать, но можно сказать, что он возникает в случаях, когда условия размещения средств и привлечения финансирования не совпадают (например, по срокам или типу ставки: плавающая или фиксированная). Характерной ситуацией, в которой возникает процентный риск, является привлечение компанией кредита под плавающую процентную ставку.

Рассмотрим немного подробнее основные инструменты, которые используются компаниями для управления валютным и процентным рисками.

В первую очередь, это процентные и валютно-процентные свопы.

Валютно-процентный своп — это производный финансовый инструмент, который позволяет перевести обязательства компании из одной валюты в другую. Например, рублевые платежи по облигациям можно перевести в долларовые, то же относится и к номинальной сумме. Выпустив рублевые облигации и заключив подобную сделку, компания фактически привлекает синтетическое долларовое финансирование.

Процентный своп очень похож по механизму работы на валютно-процентный, но вместо перевода обязательств из одной валюты в другую компания переводит обязательства из плавающей ставки, например ставки трехмесячного MosPrime (3m MosPrime), в фиксированную в одной и той же валюте. Зачастую заключение процентного свопа поверх кредита с плавающей ставкой позволяет получить более выгодные условия финансирования, чем в случае выборки кредита с фиксированной ставкой Так, ставка по сделке своп составит 12.5%, в то время как по кредиту с фиксированной ставкой она будет равна 13.0%. Такой эффект связан с тем, что в рамках управления структурой портфеля активов банки готовы предоставлять более выгодные условия финансирования под плавающую ставку.

Привлекательность использования сделок своп зависит не только от потребностей компании, но и от рыночных условий, в первую очередь от ситуации на валютном и процентном рынках. На валютном рынке определяющим фактором является вид форвардной кривой — зависимости форвардного обменного курса от срока, на который этот форвард заключается (см. рисунок 1). Форвардная кривая USD/RUB имеет характерный положительный наклон, величина которого определяется разницей в рублевых и долларовых ставках.

Процентный рынок характеризуется так называемой кривой процентных ставок в определенной валюте — зависимостью безрисковых процентных ставок от срока, на который предоставляются средства. Рассмотрим текущую рыночную ситуацию более подробно.

Ставка трехмесячного LIBOR, которая является основным индикатором процентных ставок в долларах США, в последнее время демонстрирует достаточно интересную динамику. После продолжительного периода низких ставок (начиная с 2009 года) на фоне стабильного роста ВВП и снижения безработицы ФРС в декабре 2015 года поднял ключевую ставку, что привело к повышению 3m LIBOR на 0.25–0.30%. Ряд фундаментальных факторов (новое регулирование фондов краткосрочных денежных инструментов, сокращение ликвидности и нестабильность в европейской банковской системе) привели к дальнейшему росту 3m LIBOR до уровня 0.87% к октябрю 2016 года. Более того, экономисты, опрошенные Bloomberg, в консенсус-прогнозе сходятся во мнении, что потенциал роста ставки исчерпан не полностью.

При этом явного роста в среднесрочном участке кривой долларовых процентных ставок (три–семь лет) не произошло. Таким образом, разница между среднесрочными и краткосрочными ставками сократилась — произошло локальное уменьшение угла наклона кривой, так называемый flattening (см. рисунок 2). На практике это означает, что компания может перевести плавающую ставку (например, по кредиту) в фиксированную посредством сделки процентного свопа на более выгод-

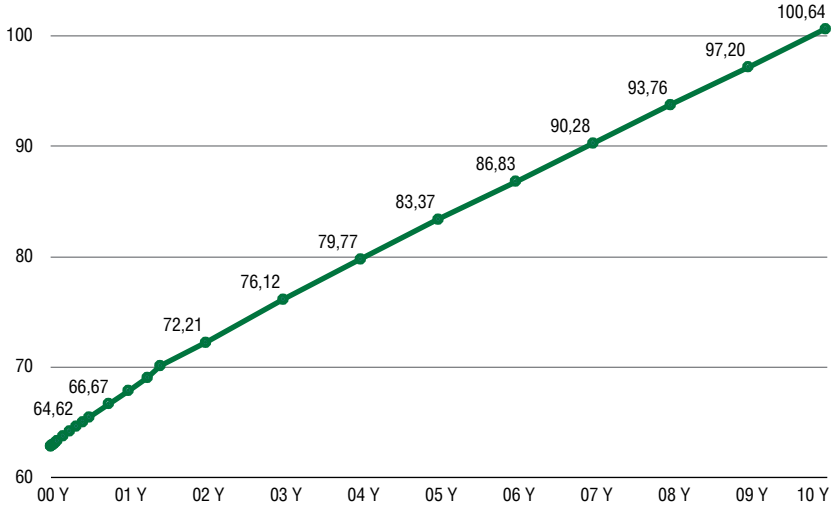

Рисунок 1
Форвардная кривая, USD/RUB
Источник: Bloomberg

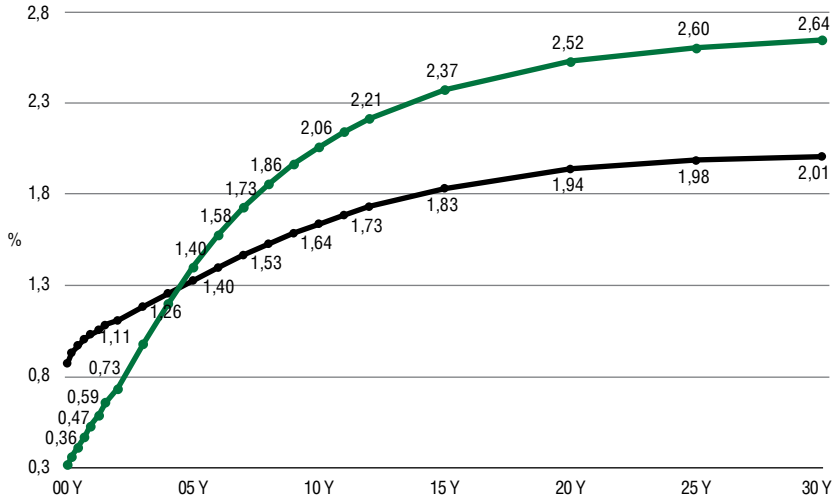

Рисунок 2
Форвардная кривая, USD/RUB
Источник: Bloomberg

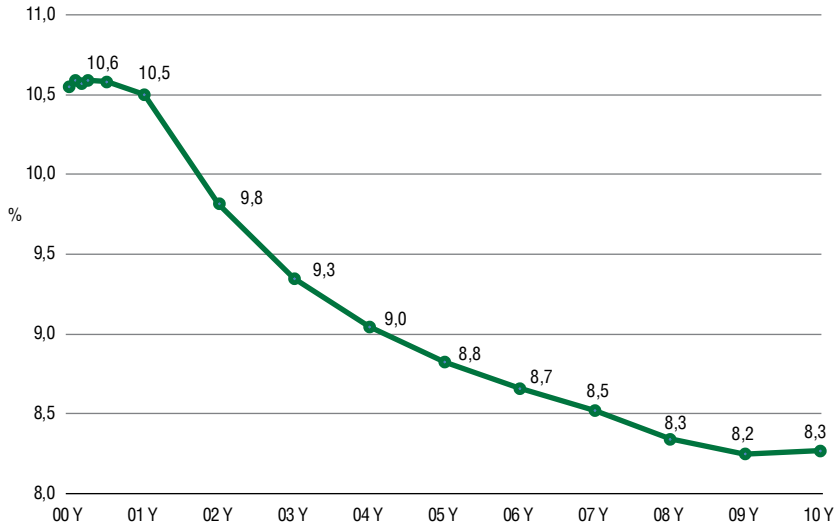

Рисунок 3
Рублевая кривая процентных ставок
Источник: Bloomberg

ных условиях (уровень фиксированной ставки при прочих равных будет ниже).

На рынке рублевых процентных ставок сформировалась несколько нестандартная ситуация: процентная кривая имеет отрицательный наклон практически на всех участках (см. рисунок 3). Во многом это связано с ожидаемым постепенным сокращением уровня ставок в экономике.

В то же время, некоторые участники рынка полагают, что сокращение ставок будет реализовано в ближайшие несколько лет и дальний конец кривой сейчас занижен. Такие компании используют процентные свопы для фиксации ставки на длительный срок на привлекательном уровне.

Альтернативным способом хеджирования для компаний являются опционы. В текущей экономической ситуации особенно релевантным становится вопрос о величине премии, которую необходимо заплатить компании для заключения таких сделок, поэтому мы коротко рассмотрим один способ снижения стоимости стандартной опционной стратегии — кэп (Interest Rate Cap).

В сделке кэп компания выплачивает банку определенную премию, в обмен на которую банк будет компенсировать компании ее потери от роста плавающей процентной ставки (например, 3m LIBOR) выше определенного уровня в течение всего срока сделки. Обычно такие сделки заключаются для хеджирования процентного риска по кредитам с плавающей процентной ставкой.

Премию по сделке кэп можно сократить в несколько раз за счет использования механизма автоматической защиты (сделка автокэп). В этом случае банк предоставляет компании защиту от роста ставки не на весь срок сделки, а на определенное количество процентных периодов (например, на любые четыре квартальных периода из 12 в трехлетней сделке). Эта стратегия особенно оправдана в ситуации, когда общие тренды процентных ставок известны, но существует риск непродолжительных экономических изменений. С одной стороны, использование такой стратегии защитит компанию от резкого роста ставки в период рыночной нестабильности, с другой — премия по сделке будет значительно ниже.

При обсуждении производных финансовых инструментов мы в первую очередь рассматривали их в качестве инструментов управления риском. Но есть и другие причины использования подобных инструментов, не связанные с хеджированием. В частности, в текущей экономической ситуации выпуск рублевых облигаций и заключение сделки с валютно-процентным свопом позволяют получить долларовое финансирование на более привлекательных условиях, чем выпуск еврооблигаций в долларах.

Рассмотрим конкретный пример. Российская компания весной 2016 года осуществила выпуск рублевых облигаций с погашением в 2022 году и ставкой купона 12.60% годовых. Рыночные котировки валютно-процентных свопов на дату выпуска позволяли перевести рублевые платежи по этому выпуску в долларовые по ставке 6–7% годовых. Таким образом, в случае заключения сделки компания должна была платить 6–7% в долларах.

При этом рыночная доходность по сопоставимым по сроку еврооблигациям компании в долларах составляла 8.25–8.50%. Это значит, что если бы компания рассматривала привлечение долларового финансирования и размещалась на рыночных уровнях, то использование связки «рублевые облигации + своп» было бы на 1.25–2.50% годовых выгоднее, чем выпуск еврооблигаций.

Что ждет российский рынок инструментов хеджирования рыночных рисков? После девальвации рубля в декабре 2014 года мы наблюдали рост интереса к инструментам хеджирования со стороны импортеров. В свою очередь экспортеры в течение 2015 года ожидали потенциального скачка курса, что привело к сокращению количества сделок на рынке. В 2016 году на фоне стабилизации ситуации интерес к инструментам, хеджирующим от укрепления рубля, начал возвращаться. Кроме того, уровень осведомленности компаний о различных способах управления риском растет, и в 2017 году мы ожидаем дальнейшего восстановления рынка валютно-процентных деривативов.

В 2016 ГОДУ НА ФОНЕ СТАБИЛИЗАЦИИ СИТУАЦИИ ИНТЕРЕС К ИНСТРУМЕНТАМ, ХЕДЖИРУЮЩИМ ОТ УКРЕПЛЕНИЯ РУБЛЯ, НАЧАЛ ВОЗВРАЩАТЬСЯ