Виктор ЗАЗОВСКИЙ,
независимый эксперт в области управления рыночными рисками, член Наблюдательного совета Русского общества управления рисками, к.т.н.

Современная Россия, оставаясь одним из крупнейших производителей и экспортеров энергоносителей в мире, традиционно сильно зависит от мировых цен на углеводороды. Предельно высокая волатильность и неопределенность рынков энергоносителей обуславливает необходимость смены модели экономического развития в сторону ухода от сырьевой зависимости российской экономики. Однако отсутствие реальных прорывов в импортозамещении вынуждает нас оставаться в рамках существующей модели.

Государство — хеджер

Как защитить государственный бюджет России от риска падения цен на нефть?

Бюджетная система России является основной финансовой базой деятельности государственных органов власти и органов местного самоуправления в сфере экономического и социального развития страны. Формирование бюджета Российской Федерации — трудоемкий и дорогостоящий процесс, в который вовлечено большое количество структурных подразделений правительства и профессиональных специалистов. Зависимость отечественной экономики от мировых рынков энергоносителей проявляется в том, что бюджет Российской Федерации, а именно его доходная часть, рассчитывается во многом исходя из будущей среднегодовой цены на нефть. Прогнозирование рыночных цен на нефть всегда являлось неблагодарным делом. Однако в последнее время в связи с выросшей рыночной волатильностью ошибки в предсказании будущей средней цены нефти стали особенно болезненными и фактически напрямую ведут к бюджетному дефициту.

Пожалуй, единственными эффективными инструментами защиты валютной выручки российского экспорта углеводородов от риска снижения цен на нефть остаются современные технологии управления рыночными, в первую очередь ценовыми, рисками. Распространение этих технологий с корпоративного уровня, где они уже достаточно давно и успешно внедряются, на уровень государственного бюджета РФ будет являться ответом на важнейший вопрос современной экономической реальности России: как при объективной непредсказуемости мировых рынков нефти государство может сделать предсказуемой

доходную часть бюджета? Иными словами — как защитить бюджет от риска падения цен на нефть?

Международный опыт хеджирования ценовых рисков достаточно широк и разнообразен. Даже в России, серьезно отстающей по развитию рыночного риск-менеджмента от Запада, уже трудно найти крупную компанию в рыночной среде, не имеющую в своей структуре элементов управления ценовыми рисками. И если на корпоративном уровне программы хеджирования экспортных цен на энергоносители реализуются российским бизнесом достаточно давно и успешно, то на государственном уровне никаких практик защиты плановой доходной части бюджета от риска падения цен на нефть никогда не наблюдалось.

При этом такие практики существовали и успешно применяются до сих пор в некоторых зарубежных странах. Это доказывает, что проблематика хеджирования в РФ плохо разработана, и обосновывает необходимость развития рыночного риск-менеджмента на государственном уровне.

ЗАВИСИМОСТЬ БЮДЖЕТА РФ ОТ ЦЕН НА НЕФТЬ

Рост внутреннего валового продукта (ВВП), замедлившийся в 2014 году вместе с начавшими проседать ценами на нефть, в 2015 году сменился его снижением на фоне резко подешевевшей нефти. Так, за первое полугодие 2015 года снижение ВВП составило 3.5% в годовом выражении, причем в первом квартале падение составило 2.2%, во втором квартале — 4.7%, а к концу декабря 2015 года годовое снижение ВВП оценивалось Министерством экономического развития в 3.7–3.8%. В первом полугодии 2016 года падение мировых цен на нефть продолжилось, и доходы федерального бюджета по сравнению с соответствующим периодом 2015 года сократились на 11.4%. При этом, по предварительным данным Минфина России, дефицит федерального бюджета в январе–июне 2016 года составил 1514.95 млрд руб.(3.95% ВВП) против 797.66 млрд руб. (2.1% ВВП) за аналогичный период 2015 года.

Такая зависимость ВВП от состояния рынка энергоносителей обусловлена в первую очередь тем, что, по данным Федеральной таможенной службы, валютная выручка от экспорта нефти, газа и продуктов их переработки составляет подавляющую часть в общем объеме российского экспорта (74% в 2015 году), а доходы от экспорта нефти и газа обеспечивают половину наполнения бюджета России (50% в 2013 и 47% в 2015 годах). При этом экспорт нефти приносит России в четыре раза больше валютной выручки, чем экспорт газа. Отсюда очевидно, что цены на нефть являются основным фактором, определяющим состояние российской экономики. Это приводит к тому, что каждое значимое снижение мировых цен на нефть негативно сказывается на экономическом росте России, ВВП, государственном бюджете, платежном балансе, правительственных социальных программах и обменном курсе рубля к доллару и евро.

Задача диверсификации экономики и ослабления зависимости бюджета России от цен на энергоносители на повестке дня стоит достаточно давно. Однако в последние годы технологический разрыв с развитыми странами только увеличивался из-за замедления темпов экономического роста в России. Текущие потребности экономики в высокотехнологичной продукции покрывались за счет покупок оборудования и технологий за рубежом. В результате целый ряд отраслей, включая топливно-энергетический комплекс, оказался в зависимости от импорта. Переход на импортозамещение в этих условиях выглядит достаточно логичным, но требует серьезных инвестиций в бизнес и существенного времени.

РЕЗЕРВНЫЕ ФОНДЫ НЕ ПОМОГУТ

Судя по всему, в ближайшие 15–20 лет российская экономика сохранит серьезную зависимость от мировых цен на нефть. Это вынуждает руководство страны задуматься над альтернативными возможностями защиты российского бюджета от волатильности и неопределенности мирового рынка нефти, а также возможностях управления его ценовыми рисками. Нельзя сказать, что в этом направлении ничего не делалось. В частности, в 2004 году в России был создан Стабилизационный фонд, который 1 февраля 2008 года был разделен на Резервный фонд и Фонд национального благосостояния России (ФНБ). Во время «тучных» годов, до начала кризиса и падения цен на нефть, наблюдался быстрый рост накоплений в фондах. Так, на конец 2008 года суммарный объем средств в Резервном фонде и ФНБ достигал 16% ВВП.

Во время кризиса средства фондов использовались для финансирования бюджетного дефицита, что привело к значительному снижению активов: по итогам 2010 года их совокупный объем составлял лишь 7.8% ВВП. Значительное снижение цен на нефть в последние годы нанесло серьезный урон российским резервам: в частности, объем Резервного фонда, равный в октябре 2015 года 5.8% ВВП, сократился за год более чем в два раза — до 2.6% ВВП[1].

Очевидно, что на фоне снижающихся цен на нефть вывести российскую экономику из рецессии, ориентируясь только на возможности использования накопленных средств Резервного фонда и ФНБ, вряд ли возможно. Остается привычно надеяться на то, что сложнейшая конъюнктура мировых нефтяных рынков изменится, и цены на нефть вырастут. Других возможностей оперативно наполнить активами российские резервные фонды или хотя бы остановить падение объемов их средств пока не предвидится. Очевидно, что такое положение тесной зависимости российской экономики от состояния мировых нефтяных рынков является некомфортным и устаревшим.

ЭКСПОРТНАЯ ПОШЛИНА И ЦЕНЫ НА НЕФТЬ

В результате налоговой реформы, осуществленной в России в 2000-х годах, была радикально изменена система налогообложения сырьевого сектора: проведена перенастройка механизма экспортных

[1] Объем средств Резервного фонда от 01.10.2016. (http://minfin.ru/ru/perfomance/reservefund/statistics/volume/index.php)

пошлин и введен налог на добычу полезных ископаемых. Это позволило увеличить долю нефтегазовой ренты, поступающей в государственный бюджет. Однако вместе со снижением в последние годы цен на мировых рынках энергоносителей волатильность экспортной пошлины на нефть, являющейся основным источником наполнения доходной части бюджета РФ, резко возросла.

Экспортная пошлина рассчитывается на основе данных по средней стоимости нефти в предыдущем месяце. Поэтому на фоне стремительно дешевевшей в 2014, 2015 и в начале 2016 года нефти размер экспортной пошлины также динамично снижался. За 7 месяцев (с июля 2015 года по март 2016 года) она уменьшилась в 3.5 раза: с $143.1 до $39.5 за тонну (во втором и третьем кварталах 2016 года в связи с ростом цен на нефть экспортная пошлина выросла и с 1 октября составляет $91.1 за тонну).

Отсюда следует очень тревожный вывод: при значительных снижениях цен на нефть следствием зависимости экономики России от состояния мировых рынков энергоносителей становится существенное сжатие экспортной пошлины. Это в итоге приводит к серьезному сокращению поступлений финансовых средств в доходную часть государственного бюджета и неминуемому бюджетному дефициту.

ПРОБЛЕМЫ ФОРМИРОВАНИЯ БЮДЖЕТА

Традиционно многие годы главным недостатком бюджетного процесса в России считалось отсутствие механизма обеспечения эффективности использования бюджетных средств, что влекло за собой массу неприятных последствий. Опыт посткризисных лет показал, что не менее серьезной проблемой формирования государственного бюджета является невыполнение планов по наполнению его доходной части на фоне падающих нефтяных цен.

По данным Минфина, среднегодовое снижение нефтяных цен на один доллар за баррель обходится России примерно в $3 млрд потерь по экспортным доходам, что составляет порядка 0.2% ВВП. Стоит ли говорить, как важно, чтобы заложенная в бюджете средняя по году прогнозная цена соответствовала будущей реальной стоимости нефти? Фактически именно это определяет реалистичность бюджета и возможность его бездефицитного исполнения.

В 2008 году формирование бюджета на 2009 год начиналось как обычно летом, когда текущие цены на нефть находились на рекордных уровнях $130–140 за баррель. Бюджет на 2009 год, а именно его доходная часть, первоначально рассчитывался исходя из прогнозной среднегодовой цены в $95 за баррель. Осенью 2008 года на фоне падающей нефти федеральный бюджет был пересчитан исходя из прогнозного уровня по будущей среднегодовой цене в $70 за баррель. Однако и эта ключевая отметка была пройдена ценой на нефть в октябре 2008 года.

В результате стремительно развивавшихся кризисных явлений в декабре 2008 года нефть обесценилась от июльского максимума в четыре раза, опустившись ниже $40 за баррель. В связи с этим в декабре 2008 года бюджет РФ на 2009 год был скорректирован в третий раз со средней прогнозной ценой в $50 за баррель.

По итогам 2009 года средняя цена на нефть составила $61.9 за баррель, а бюджет России впервые за последние десять лет оказался дефицитным со всеми вытекающими из этого негативными последствиями.

Прошло семь лет, и эта драматичная картина повторилась. Работа над бюджетом 2016 года началась как обычно в середине 2015 года, когда цена на экспортную нефть Urals находилась на уровне $50–55 за баррель. 15 декабря 2015 года, когда цена опустилась ниже $40 за баррель, был подписан закон о федеральном бюджете на 2016 год. Согласно этому документу, среднегодовая цена на нефть должна составлять $50 за баррель.

Но с началом нового 2016 года нефть продолжила свое падение, в конце января текущая цена опустилась почти до $25 за баррель, а накопленная среднегодовая цена нефти на 1 апреля 2016 года составляла уже менее $35 за баррель, угрожая срывом планов наполнения доходной части российского бюджета и серьезным усугублением заложенной в бюджет дефицитности.

В октябре 2016 года Счетная палата сообщила, что при сохранении до конца года цены на нефть российской экспортной марки Urals на уровне, зафиксированном в сентябре, среднегодовая цена за 2016 год может оказаться на 18.4% ниже прогнозной цены, учтенной при бюджетных расчетах.

Россия опять находится на пороге развала бюджета и серьезного роста бюджетного дефицита.

МЕКСИКА ХЕДЖИРУЕТ БЮДЖЕТ

В ноябре 2008 года в газете «Ведомости» вышла короткая статья с рубленым названием «Не заплатят» и ошеломляющей информацией о том, что Мексика захеджировала доходную часть своего бюджета от риска снижения цен на нефть:

«Мексика хеджировала бюджет от уменьшения цены нефти ниже $70 за баррель.

ПРОБЛЕМАТИКА ХЕДЖИРОВАНИЯ В РФ ПЛОХО РАЗРАБОТАНА, И ОБОСНОВЫВАЕТ НЕОБХОДИМОСТЬ РАЗВИТИЯ РИСК-МЕНЕДЖМЕНТА НА ГОСУДАРСТВЕННОМ УРОВНЕ.

Россия опасается прибегать к такому методу: велик риск не получить страховку. За $1.5 млрд Мексика страхует бюджет от снижения цены нефти. На 2009 год она застраховала 90%, в 2008 году — 20–30% экспортных поставок, — пишет стратег UBS по Мексике Томас Лахус со ссылкой на инвестбанки. Мексика — шестой экспортер нефти в мире, в 2009 году она, согласно бюджету страны, экспортирует 533 млн баррелей нефти. Нефть дает 40% доходов бюджета Мексики, при цене $70 за баррель — это около $37 млрд.

Сколько бы ни стоила нефть, инвестбанки покупают у Мексики фьючерс на хеджированный объем по этой цене, объясняет Илья Ефимчук, гендиректор Derivative Expert, стоимость хеджирования для Мексики — примерно 4.5% от застрахованного объема; продавцы опциона компенсируют покупателю разницу между фактической ценой и ценой исполнения.

Российские чиновники несколько раз обсуждали возможность аналогичной страховки бюджетных доходов, но решили, что незначительное снижение цены нефти для бюджета некатастрофично, а серьезное и долгосрочное падение может быть сопряжено с системными изменениями в мировой финансовой системе, — говорит высокопоставленный чиновник одного из экономических органов на условиях анонимности: «Возникает вопрос, будет ли оплачен хедж?»[1]

Мексика купила на четвертый квартал 2008 года и на весь 2009 год ряд распределенных по времени опционов Put на нефть общим объемом более 0.5 млрд баррелей на среднем страйке $83 за баррель, застраховав 20–30% годового экспорта 2008 года и почти весь годовой объем экспорта 2009 года от падения мировых цен на нефть ниже среднего уровня страйка опционов, то есть ниже $83 за баррель. При этом, по данным UBS, Мексика, покупая опционы при текущей цене в $120–130 за баррель, истратила на покупку этих опционов всего $1.5 млрд. А получила компенсационной прибыли от хеджерской финансовой позиции на срочном рынке (судя по графику UBS) более $20 млрд. При этом она сохранила доходную часть бюджета Мексики, на 40% зависящую от нефтяной экспортной выручки, на заданном уровне, несмотря на катастрофическое падение нефти с уровня $147 за баррель в июле 2008 года до $40 за баррель в декабре 2008 года.

После восстановления нефть почти шесть лет торговалась выше $100 за баррель, и информации про мексиканские программы хеджирования бюджета не поступало. Однако в конце 2014 года последовал очередной обвал нефтяных цен с уровня $110 за баррель до $45 за баррель, и летом 2015 года мир вновь с удивлением обнаружил, что Мексика опять успешно справилась с этим кризисным для крупнейших стран-экспортеров нефти явлением: «Мексика выплатила $1 млрд для того, чтобы застраховаться от дальнейшего падения цен на нефть, так как это сильно бьет по национальной экономике.

Министерство финансов сообщило, что правительство хеджировало свои риски по 212 млн баррелей нефти, которые будут продавать в 2016 году по цене $49 за баррель. Правительство, как правило, покупает у банков Уолл-стрит опционы Put, которые дают право продавать нефть выше определенной цены, помогая стабилизировать показатели федерального бюджета, который в значительной степени зависит от доходов от продажи нефти.

В 2015 году Мексика закрепила в бюджете цену в $76.4 за баррель, а в следующем году этот уровень будет на 36% ниже, что подчеркивает силу удара со стороны рынка нефти по крупнейшим нефтедобытчикам. Годовая программа хеджирования Мексики, которая является одной из крупнейших на товарных рынках, как правило, начинается в третьем квартале каждого года. Barclays, Citigroup, Goldman Sachs, JPMorgan Chase и Morgan Stanley продали опционы в 44 операциях на общую сумму $1.09 млрд, или 17.5 млрд песо, свидетельствуют косвенные данные. Предыдущая программа хеджирования экспортных рисков в этом году окупилась полностью. Правительство получило $7 млрд после уплаты банкам $773 млн за опционы на продажу 228 млн баррелей. Такая стратегия сейчас выглядит весьма умно и удачно...» [2]

Мало того, в августе текущего 2016 года The Financial Times опубликовала информацию об очередном опыте Мексики по защите бюджета с помощью государственной программы хеджирования, что позволяет ей чувствовать себя уверенно в условиях повышенной волатильности мирового рынка нефти[3].

Таким образом, успешный опыт хеджирования доходной части бюджета в Мексике продолжается, демонстрируя с каждым новым кризисным обрушением мировых цен на нефть все более впечатляющие результаты.

ВОЗМОЖНОСТИ ГОСУДАРСТВЕННОГО ХЕДЖИРОВАНИЯ В РОССИИ

Позитивный опыт государственного хеджирования, накопленный, в частности, Мексикой, позволяет с оптимизмом рассматривать возможность применения технологий управления ценовыми рисками и для защиты российского бюджета. Этому в большой степени способствует наличие целого набора современных гибких стратегий хеджирования, позволяющих добиваться решения поставленных задач с управляемым ограничением затрат и пониманием зависимости конечного финансового результата от возможных ценовых изменений нефтяного рынка.

Проанализируем динамику цены нефти Brent, ценовая корреляция которой с экспортной российской нефтью Urals очень высока.

За последние 30 лет нефть значимо падала в цене три раза: в 1998 году с $25 за баррель до $8

[1] Дайджест газеты «Ведомости» от 12 ноября 2008 года. (http://offshore.jofo.ru/38876.html)

[2] Мексика подготовилась к нефтяному обвалу за $1 млрд. Вести. Экономика. 21 августа 2015 г. (http://www.vestifinance.ru/articles/61491)

[3] Мексика не пожалела 1 млрд долларов, лишь бы зафиксировать цены на нефть. (http://www.forexpf.ru/news/2016/08/30/b7gk-meksika-ne-pozhalela-1-mlrd-dollarov-lish-by-zafiksirovat-tseny-na-neft.html)

за баррель, в 2008 году с $147 за баррель до $35 за баррель и в конце 2014 года с $110 за баррель до $35 за баррель. В январе 2016 года был зафиксирован четырнадцатилетний минимум в $27 за баррель. Каждый раз (исключая текущий цикл, который еще не завершился) восстановление рынка нефти после серьезного снижения и достижения локального ценового дна занимало не так много времени. Так, за 1999 год нефть снова вернулась к цене выше $20 за баррель, в 2009 году цена на нефть удвоилась и достигла $80 за баррель, а еще через год снова оказалась выше $100 за баррель.

Это, важнейшее обстоятельство дает возможность разрабатывать программы управления рисками для защиты бюджета страны на ежегодном базисе, а также достаточно обоснованно ограничить глубину хеджирования цены нефти периодом в один год (если заимствовать успешный опыт Мексики). Это, в свою очередь, значительно снизит затратную часть проекта, так как с увеличением срока до экспирации стоимость срочных инструментов хеджирования существенно возрастает.

Попробуем оценить, как соотносится объем российского экспорта нефти с объемами торгов финансовыми деривативами на нефть. В последние годы средний годовой объем экспорта российской нефти колеблется на уровне 240 млн тонн, или 1.75 млрд баррелей (в тонне российской нефти — около 7.3 баррелей). Объем стандартных биржевых фьючерсных и опционных контрактов — 1 тыс. баррелей, соответственно, весь годовой экспорт российской нефти покрывается 1.75 млн биржевых деривативных контрактов.

По данным Saxo-bank, каждый день только в секции энергоносителей на Чикагской товарной бирже (CME) проводится более 1 млн фьючерсных сделок[1]. Если прибавить сюда фьючерсные и опционные контракты на лондонской ICE Futures, а также объемы внебиржевых OTC-сделок с финансовыми деривативами, которые традиционно превышают биржевые объемы, то в пересчете на стандартный объем биржевых сделок мы получим минимум 10 млн сделок с фьючерсами и опционами в день.

Таким образом, весь объем хеджирования годового российского экспорта нефти составляет менее 20% одного торгового дня международных биржевых и внебиржевых рынков финансовых деривативов на нефть. Естественно, в один день такие масштабные операции не проводятся. Даже Мексика свой в несколько раз меньший по объему экспорт нефти хеджировала в 2014 году 44 отдельными сделками. Обычной практикой открытия масштабных позиций на финансовом рынке является их дробление на многочисленные сделки меньшего — не бросающегося в глаза и не меняющего единовременно рыночной конъюнктуры — объема. Очевидно, что такой подход позволил бы разместить за несколько месяцев всю годовую хеджерскую позицию России по нефти без всякого заметного влияния на мировой рынок нефтяных деривативов.

Дробление общей хеджерской позиции на составляющие части можно осуществить и за счет распределения сделок по мировым нефтяным биржам и внебиржевым OTC-рынкам энергоносителей. И если на биржах стороной по любой сделке являются их клиринговые палаты, что фактически сводит кредитный риск до нуля, то выбор контрагента на внебиржевом OTC-рынке связан с важным вопросом: у кого Россия могла бы покупать эти срочные инструменты хеджирования с минимальным риском невыполнения обязательств по контрактам? Ответ на этот вопрос достаточно очевиден: при выборе стороны по сделке нужно ориентироваться на крупнейшие международные инвестиционные банки (опыт Мексики) и торговые подразделения ведущих мировых нефтяных компаний, устойчивость которых не вызывает сомнений. В любом случае, кредитные риски маркет-мейкеров мирового рынка финансовых деривативов несравнимо меньше, чем ценовые риски современного рынка нефти — этот факт неоспорим.

Если перейти непосредственно к выбору стратегий хеджирования для защиты бюджета от риска снижения цен на нефть, то очевидно одно — использование линейных стратегий (продажа биржевых фьючерсов и внебиржевых форвардов) в чистом виде категорически не рекомендуется в связи с высоким риском получения нарастающих убытков при возможном росте цены. Об этом свидетельствует и опыт Мексики, использовавшей в своих программах хеджирования экспорта стратегию покупки опционов Put.

Для защиты доходной части бюджета России нужны современные структурные опционные решения, хорошо известные нашим профессиональным рыночным риск-менеджерам. Расчеты показывают, что такие комплексные стратегии хеджирования могли бы успешно решить задачу защиты бюджета от падения цены на нефть и обеспечить получение частичной выгоды от возможного роста рынка нефти. В частности, если бы такая стратегия была реализована Россией в 2014 году, в бюджет на 2015 год можно было уверенно закладывать будущую среднегодовую цену нефти в $100 за баррель и не беспокоиться о его возможном дефиците в результате существенного снижения цен на нефть.

Хотелось бы, чтобы это понимали и в правительстве РФ. В январе 2016 года появилась информация о том, что Минфин РФ хочет использовать опыт Мексики при хеджировании цен на нефть, что само по себе очень правильно. Однако, реализовывать это Минфин собирается «через заключение специальных форвардных сделок»[2], то есть с использованием линейных деривативов, что, как указывалось выше, крайне опасно. А ведь Мексика хеджировалась опционами.

[1] Фьючерсы на нефть Brent Crude и WTI: битва двух титанов. 11 апреля 2016 г. (http://ru.saxobank.com/trading-products/futures/crude-oil-futures)

[2] Россия воспользуется опытом Мексики для решения проблемы падения цен на нефть. 22 января 2016 г. (http://expert.ru/2016/01/22/meksika/)