ПРИ ПОДДЕРЖКЕ:

АССОЦИАЦИЯ КОРПОРАТИВНЫХ КАЗНАЧЕЕВ

Практика управления рыночными рисками в России: вызовы и метаморфозы

Виктор Феликсович Зазовский

Президент Texas Retraining Group Inc. (USA),
член Наблюдательного Совета Некоммерческого партнерства
«Русское общество управления рисками»

Генеральные партнеры

Deloitte.

ГАЗПРОМБАНК
Банк ГПБ (АО)

Золотые партнеры

THOMSON REUTERS

LATHAM & WATKINS LLP

ВТБ
СПОНСОР

МОСКОВСКИЙ КРЕДИТНЫЙ БАНК

Серебряные партнеры

МОСКОВСКАЯ БИРЖА

ВТБ ФАКТОРИНГ

ALLEN & OVERY

Промсвязьбанк

Бронзовые партнеры

PwC

ЦФТ

Аксиома

citi

Альфа-Банк

КИТФинанс Брокер

PROFINDUSTRY
RETAIL & BANKING EQUIPMENT

ПРИ ПОДДЕРЖКЕ:
АССОЦИАЦИЯ КОРПОРАТИВНЫХ КАЗНАЧЕЕВ

Практика управления рыночными рисками в России: вызовы и метаморфозы

Виктор Феликсович Зазовский

Президент Texas Retraining Group Inc. (USA),
член Наблюдательного Совета Некоммерческого партнерства «Русское общество управления рисками»

Виктор Зазовский

Президент Texas Retraining Group Inc. (USA),
член Наблюдательного совета «РусРиск»

Практика управления рыночными рисками в России: вызовы и метаморфозы

Открытый лекторий Ассоциации корпоративных казначеев

Москва, Сентябрь 2017

Мировая макро-экономическая нестабильность

Разрывы ликвидности, массовые рецессии, отсутствие платежеспособного спроса и нарушение налаженных хозяйственных связей предопределили тотальную макро-экономическую нестабильность:

- Серьезные потрясения и базисные подвижки как на мировых финансовых, так и на глобальных товарно-сырьевых рынках

- Аномально высокая волатильность спотовых и деривативных рынков

- Предельная экономическая неопределенность и неоднозначность прогнозов дальнейшего развития событий

Ситуация в России перед финансовым кризисом 1998 года

• После распада СССР Россия в 1990-е годы испытывала серьезные финансовые трудности

• Россия нуждалась в зарубежных займах, но не могла гарантировать надежное обслуживание долга

• Следствием больших внутренних и внешних займов явился огромный госдолг

• Ситуацию усугубляли снижение мировых цен на сырье и начавшийся весной 1998 года в Азии мировой финансовый кризис

Ситуация в России перед финансовым кризисом 1998 года

- Ставка рефинансирования - ?
- Инфляция - ?
- Мировая цена на нефть (Brent) - ?
- Обменный курс рубля к доллару США - ?

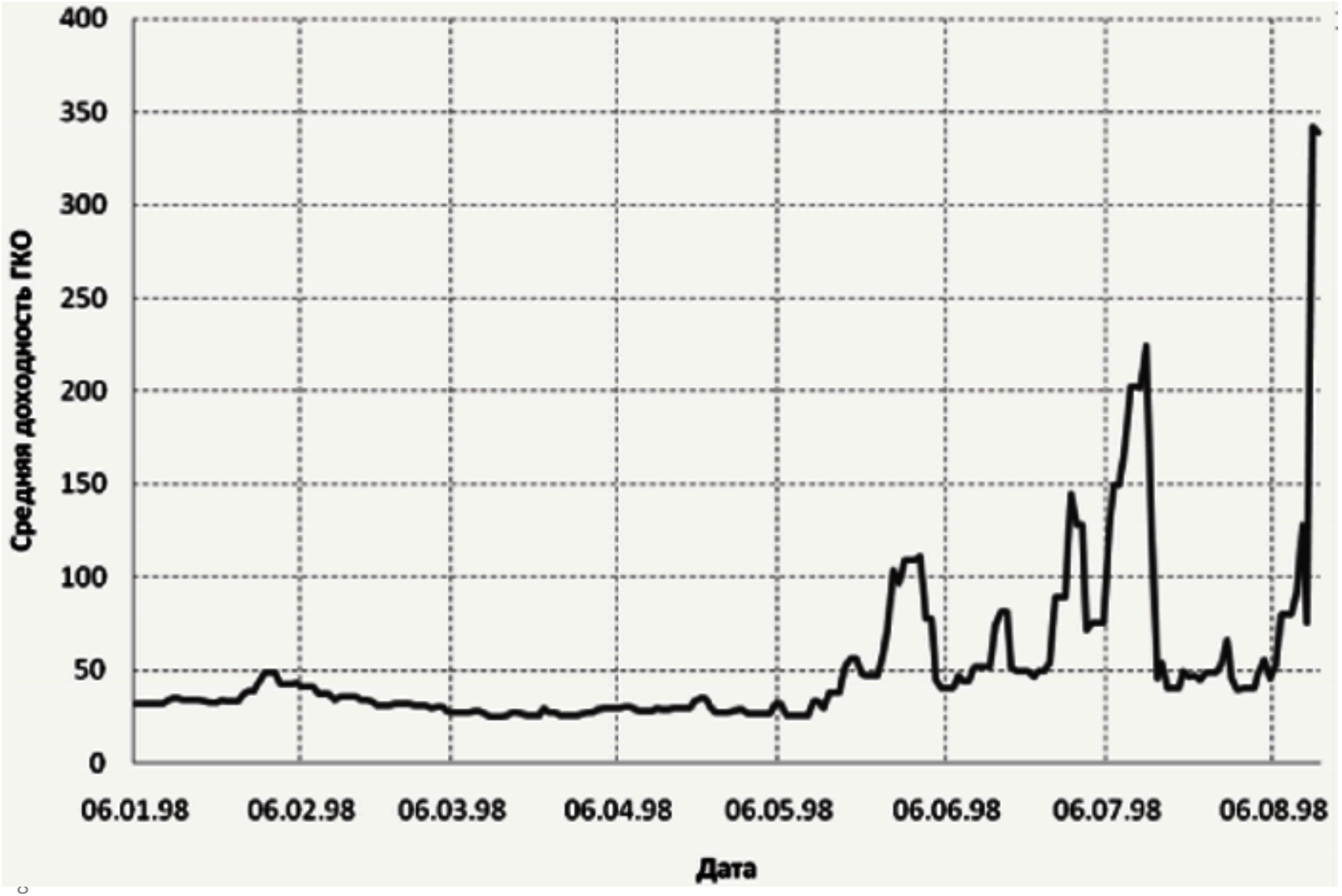
Ситуация в России перед финансовым кризисом 1998 года

- **Ставки рефинансирования ЦБ РФ за 1998 год менялись девять раз:**
  2 февраля, 17 февраля, 2 марта, 16 марта, 19 мая, 27 мая, 5 июня, 29 июня и 24 июля

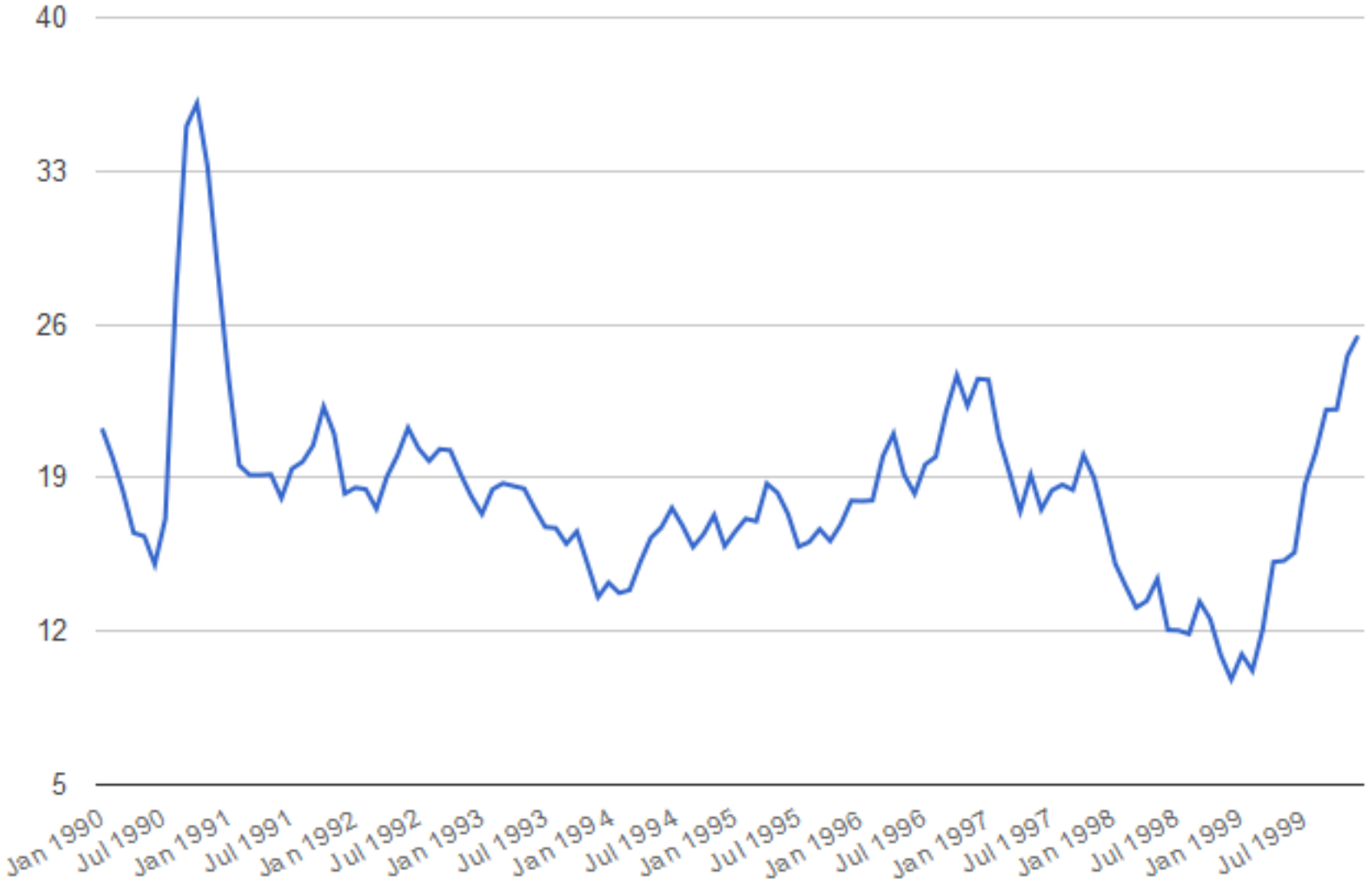
С 11 ноября 1997 г. по 1 февраля 1998 г. действовала ставка	28%
С 2 февраля 1998 г. по 16 февраля 1998 г. действовала ставка	42%
С 17 февраля 1998 г. по 1 марта 1998 г. действовала ставка	39%
С 2 марта 1998 г. по 15 марта 1998 г. действовала ставка	36%
С 16 марта 1998 г. по 18 мая 1998 г. действовала ставка	30%
С 19 мая 1998 г. по 26 мая 1998 г. действовала ставка	**50%**
С 27 мая 1998 г. по 4 июня 1998 г. действовала ставка	**150%**
С 5 июня 1998 г. по 28 июня 1998 г. действовала ставка	60%
С 29 июня 1998 г. по 23 июля 1998 г. действовала ставка	80%
С 24 июля 1998 г. по 9 июня 1999 г. действовала ставка	60%

- Инфляция: **85%** (официальная), **100%**(реальная)
- Мировая цена на нефть (Brent): с 1997 года снизилась **с 28 до 8** долларов за баррель
- Обменный курс рубля к доллару США: **~ 6** рублей за доллар США
- ГКО
- NDF

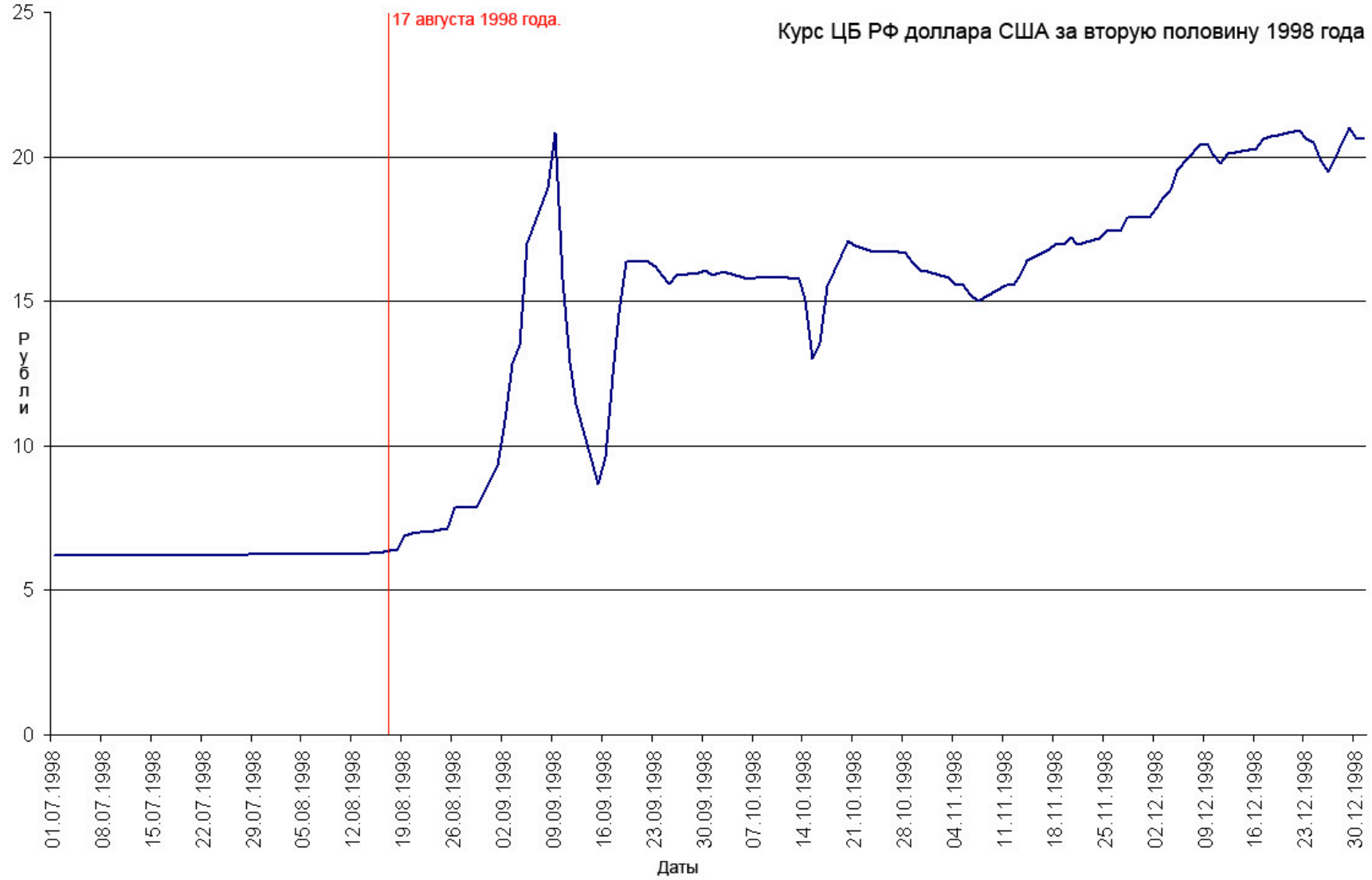
Средняя доходность ГКО в 1998 году



Динамика цен на нефть марки Brent в 90-е годы



Динамика курса ЦБ Рубль/Доллар США в 1998 года



Последствия кризиса 1998 года для России

(http://moneymakerfactory.ru/spravochnik/krizis-1998/)

- Общие потери российской экономики – 96 млрд долларов США:
  - корпоративный сектор – 33 млрд
  - население – 19 млрд
  - прямые убытки коммерческих банков – 45 млрд

- Россия превратилась в одного из крупнейших должников в мире

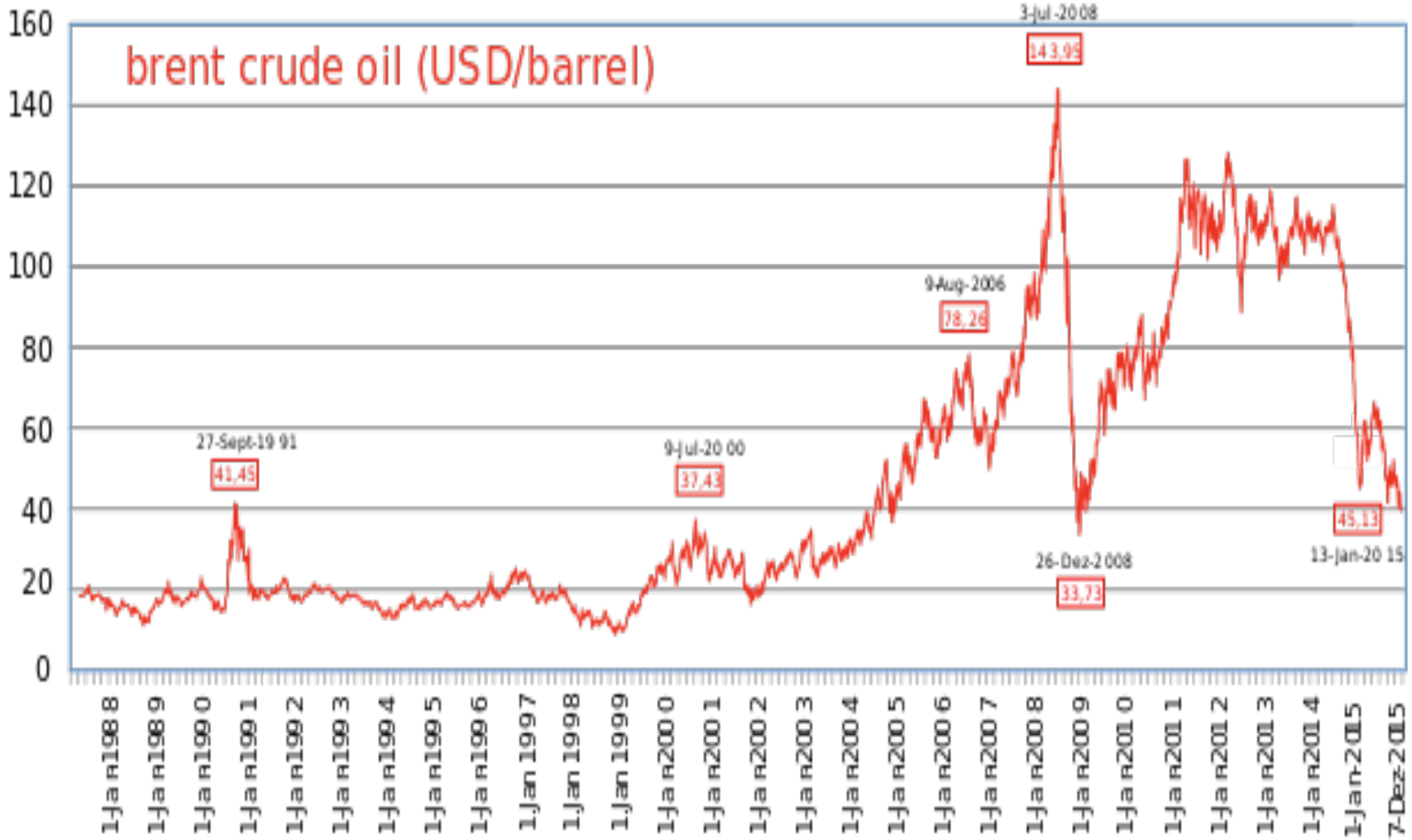
- Внешняя задолженность России увеличилась до 220 млрд долларов:
  - долги государства – 165 млрд
  - долги банков – 30 млрд
  - долги компаний – 25 млрд

- С учетом внутреннего долга перед бюджетниками и предприятиями по зарплате и госзаказу общие обязательства России превышали 300 млрд долларов США или 200% ВВП

- По неофициальным американским оценкам, на Западе осели сотни миллиардов долларов США российского происхождения

Финансовый кризис 2008 года: взгляд из России

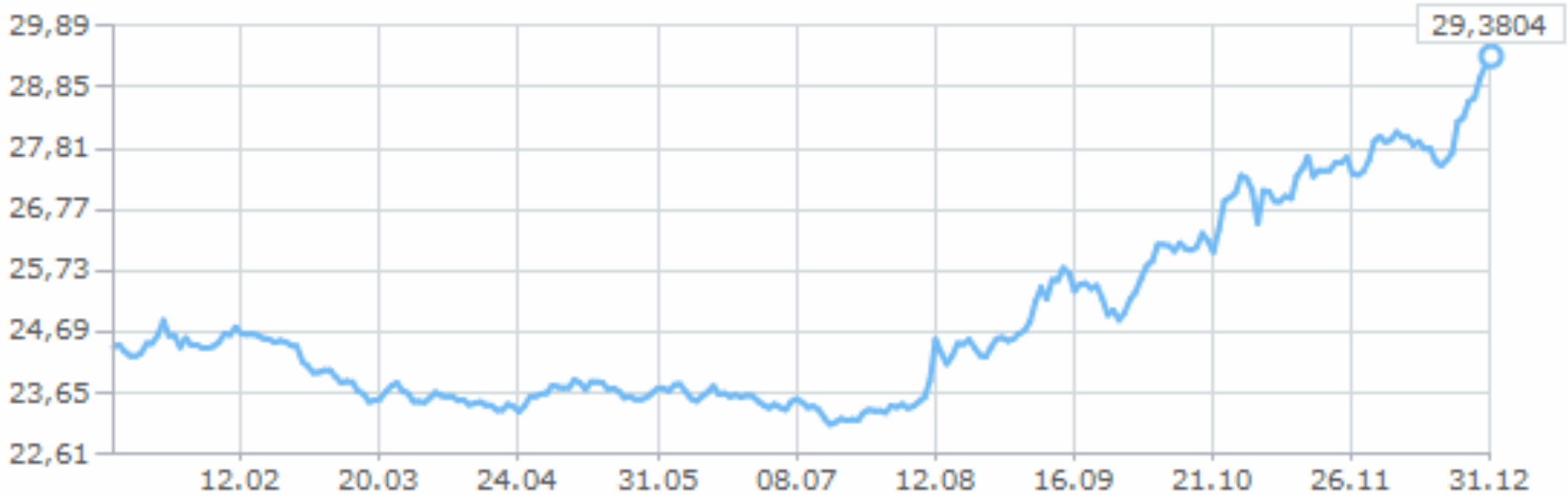
- Ставка рефинансирования: 10% (начало года), 11% (июль-ноябрь), 13% (декабрь)
- Инфляция: 13,3%
- Мировая цена на нефть (Brent):



Историческая динамика индекса волатильности нефти CBOE (%)



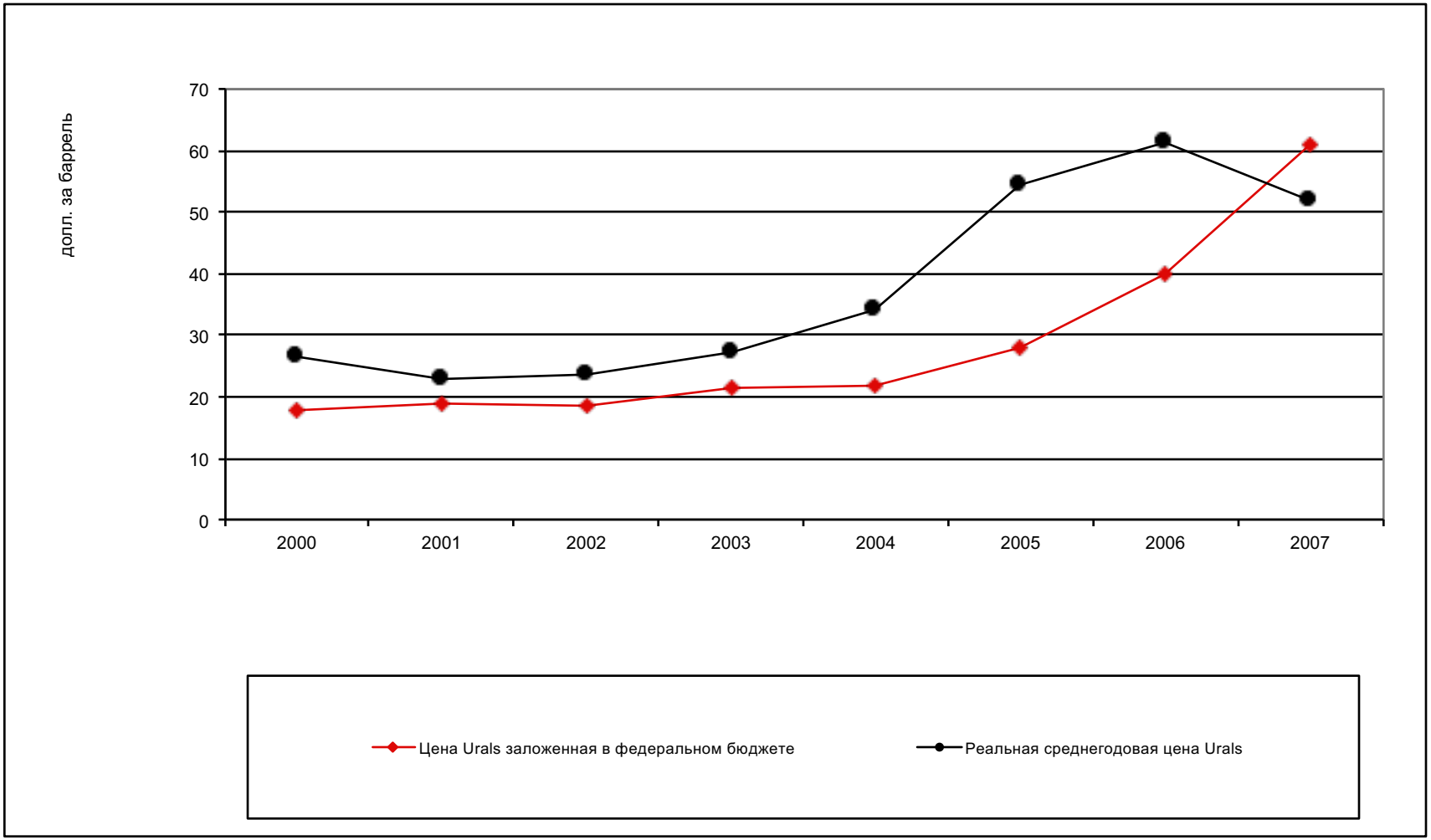
Динамика курса Рубль/Доллар США в 2008 году



Динамика курса Рубль/Доллар США 2007 - 2015 гг.



Динамика реальной среднегодовой и заложенной в бюджете цены нефти Urals, 2000-2007 гг. (2007 г. – по состоянию на 30 января)



Что можно было делать в 2008 г.?

Отсутствие наработанной практики управления ценовыми рисками на рынках стратегических бюджетообразующих активов не позволило застраховать производителей сырья (на корпоративном уровне) и бюджет РФ (на государственном уровне) от обвального падения цен на основные цветные металлы, сталь, энергоносители

Такие решения активно предлагались летом 2008 г. в период предельно высоких, близких к историческим максимумам, уровней цен на указанные базисные активы

Некоторые страны оказались дальновиднее нас – пример Мексики, застраховавшей доходную часть бюджета страны путем хеджирования выручки от экспортных продаж нефти на уровне 70 $/bbl…



Относительность уровней цен на стратегические активы:

- BusinessWeek, 16 мая 2005:
"Россия КУПАЕТСЯ ВНЕФТЕДОЛЛАРАХ....
....Нефть достигла НЕБЫВАЛОЙ ЦЕНЫ в $50 за баррель"

- Guardian, 20 ноября 2008:
"Россия близка к экономическому коллапсу в то время, как цены на нефть упали до СМЕХОТВОРНОЙ ЦЕНЫ в $50 за баррель"



«Мексика хеджировала бюджет от уменьшения цены нефти ниже $70/барр. Россия опасается прибегать к такому методу…

За $1,5 млрд Мексика страхует бюджет от снижения цены нефти. На 2009 г. она застраховала 90%, в 2008 г. – около 30% экспортных поставок, пишет стратег UBS по Мексике Томас Лахус со ссылкой на инвестбанки. Пут-опцион, в основе которого лежит фьючерс с ценой исполнения $70/барр, куплен у…»

Ведомости

12 ноября 2008 г.

Средние по годам цены на нефть Urals ($/bbl)

2011 – 1013 гг. - ~ 110

2014 г. - 97,6 (- 9,5% от 2013 г.)

2015 г. - 51,2 (- 47,5% от 2014 г.)

2016 г. - 41,2 (- 18,2% от 2015 г.)

_____

2017 г. (январь - июнь) - 50,2

Мексика: ежегодные программы хеджирования бюджета (2015 – 2016 гг.)

Правительство ежегодно покупает у банков Уолл-стрит опционы Пут, позволяющие продавать нефть не ниже зафиксированной цены – это стабилизирует показатели федерального бюджета, который в значительной степени зависит от доходов по продаже нефти
(http://www.vestifinance.ru/articles/61491)

- Мексика – третий по величине производитель нефти в Северной и Южной Америке

- На 2015 г. Мексика закрепила в бюджете цену в **76,4** $/bbl на годовой объем экспорта в 228 млн баррелей

- Программа хеджирования экспортных рисков на 2015 г. окупилась полностью, после уплаты международным банкам $773 млн за опционы на продажу 228 млн баррелей правительство Мексики получило дополнительно **$7 млрд** компенсационной прибыли от хеджирования!

- С июня по октябрь 2015 года правительство Мексики провело 44 операции по покупке опционов на 2016 г. на общую сумму $1,09 млрд (или 17,5 млрд песо) захеджировав 212 млн баррелей нефти на уровне **49** $/bbl

Мексика: ежегодные программы хеджирования бюджета (2017г.)

- В 2016 г. Мексика потратила $1 млрд на хеджирование экспортных цен на нефть на 2017 г.

- В рамках 46 заключенных с международными дилерами(крупнейшие мировые банки) опционных соглашений стоимость нефти зафиксирована на уровне **42** $/bbl

- Программа хеджирования рассчитана на 250 млн баррелей нефти (против 212 млн в предыдущем году)

- Нефтяной доход представляет собой треть всего бюджета Мексики

_____

Средняя цена нефти Brent за первое полугодие 2017 г. ~ 54 $/bbl

Текущий финансовый результат (с учетом затрат на хеджирование): + $1 млрд

Как выходить из кризиса?

Разрабатываемые макро-экономические программы выхода из кризиса необходимо дополнить **адекватной системой контроля и риск-менеджмента**, которая поможет восстановить разрушенный баланс связей

Эта система должна объединять следующие важнейшие составляющие:

- Обязательный аудит рыночных рисков компаний
- Локальные и глобальные модели количественной оценки рисков
- Гибкие стратегии управления мультирыночными рисками
- Комплексные решения по страхованию залогового обеспечения при реструктуризации долгов – важнейший элемент восстановления системы финансирования

Потребности в управлении рыночными рисками

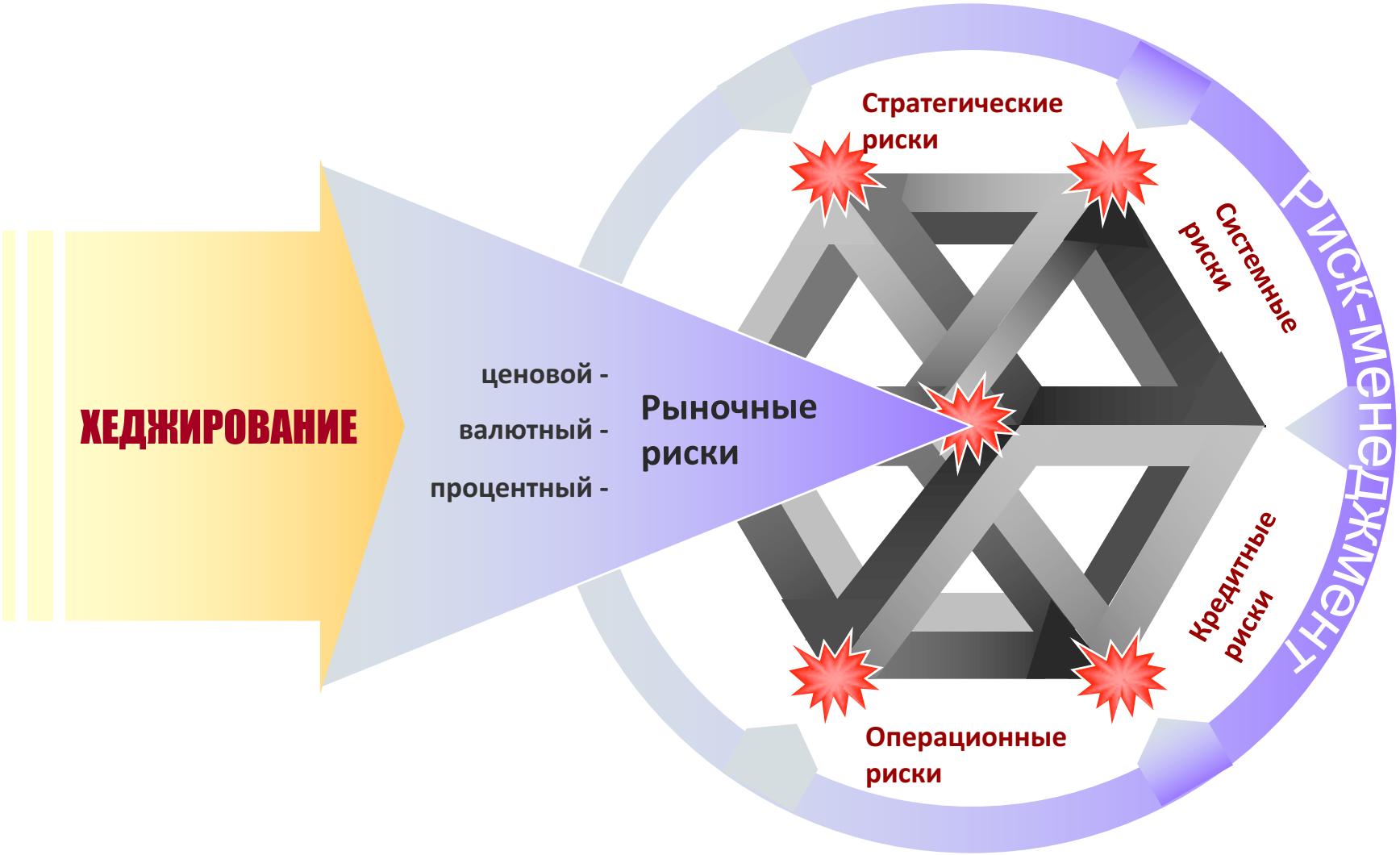
- Доходная и расходная части бюджета операторов реального сектора подвержены существенным колебаниям вследствие значительных изменений цен на мировых рынках товарно-сырьевых активов и обменных курсов валют

- Это приводит к срывам контрактных поставок продукции, невыполнению обязательств перед контрагентами и партнерами, необходимости трудоемких изменений контрактных условий и т.д.

- Современные решения по управлению рыночными рисками позволяют минимизировать последствия неблагоприятных изменений цен на экспортируемые и закупаемые активы, обменных курсов валют и процентных ставок, что приводит к стабилизации объемов выручки и затрат и обеспечивает запланированные показатели рентабельности производства

- Страхование рыночных рисков позитивно воспринимается банками, поскольку гарантирует заемщику плановые объемы будущих финансовых потоков и исполнение кредитных и инвестиционных обязательств

Риск-менеджмент и хеджирование



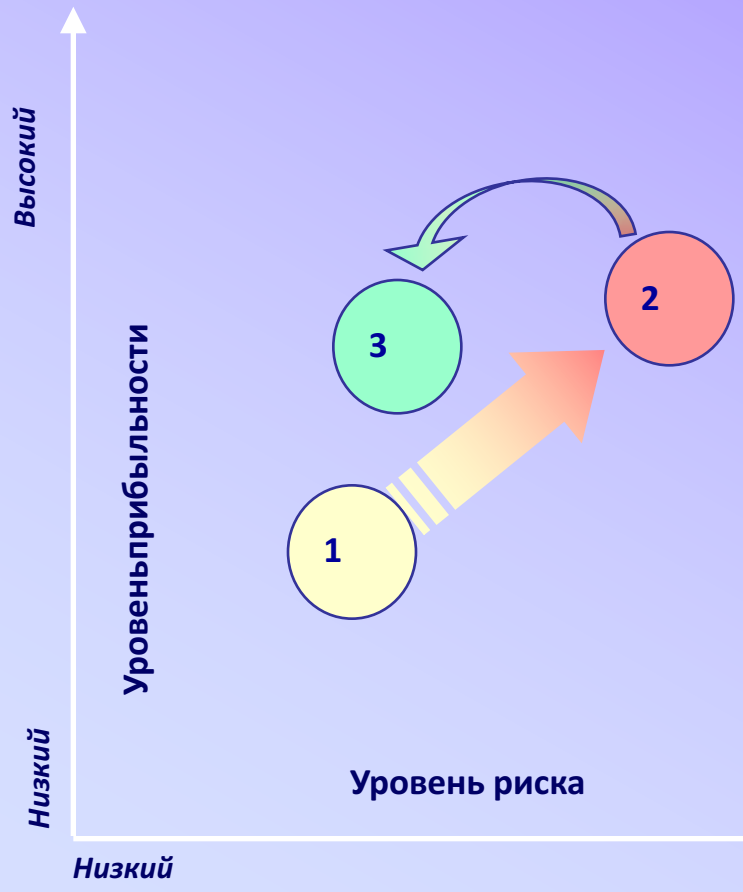
Хеджирование рыночных рисков – наиболее молодая и динамично развивающаяся область российского риск-менеджмента

Определение хеджирования

Хеджирование (от англ. hedge – страховать, ограничивать) - страхование риска неблагоприятного изменения цены на товар (который надлежит продать или купить в будущем) или обменного курса валют (при совершении конверсионных операций) путем занятия противоположной позиции на параллельном рынке срочных финансовом инструментов

При хеджировании - неблагоприятное изменение цены на рынке реальных поставок (или обменного курса на международном валютном рынке) сопровождается генерированием хеджерской прибыли на финансовом рынке, компенсирующим понесенные убытки

Качественное изменение рыночного позиционирования бизнеса в результате хеджирования



1-2 Изменение положения российского экспортера под воздействием внешних рыночных факторов

2-3 Достижение приемлемого уровня рискаблагодаря использованию хеджирования при одновременном сохранении уровня прибыльности, скорректированного на величину затрат на управление рисками

Оптимизация соотношения «риск/доходность» для хеджера оправдывает затраты на хеджирование

Цели хеджирования (корпоративный уровень)

- Снижение риска волатильности цен на рыночные активы, обменные курсы валют и процентные ставки

- Гарантии исполнения принятого бюджета (стабилизация его доходной и расходной частей), инвестиционных программ и кредитных обязательств

- Повышение надежности компании в глазах рейтинговых агентств, позитивно оценивающих стремление заемщика минимизировать рыночные риски и защитить свой бизнес

- Улучшение условий кредитования как реакция кредиторов на внедрение заемщиком процедур хеджирования с целью снижения волатильности будущих финансовых потоков

- Повышение возможностей привлечения долгового финансирования. Чем меньше колебания денежных потоков, тем больше долга может позволить себе компания

Цели хеджирования (физические лица)

- Защита личных мультивалютных активов от неблагоприятных изменений валютообменных курсов
- Страхование рисков обесценивания индивидуальных инвестиционных портфелей фондового рынка
- Оптимизация кредитного портфеля (включая ипотечные кредиты) с помощью гибких решений валютно-процентного свопирования

Рыночные риски российских участников ВЭД



Ценовой риск — компания подвержена негативному влиянию неблагоприятных колебаний цен на базисный актив

Валютный риск — компания чувствительна к изменениям обменных курсов валют

Процентный риск — компания имеет привлеченные средства с плавающей процентной ставкой

Совокупность ценовых рисков расширяется за счет изменчивости обменных курсов валют и процентных ставок, приводящих к ценовой неопределенности

Целевая группа компаний, заинтересованных вуправленииценовыми рисками

- Участники внешне-экономической деятельности: экспортеры и импортеры
- Компании, не ведущие экспортно-импортные операции, у которых на "входе" (сырье) или "выходе" (производство и сбыт) имеются ценовые риски, зависящие от мировых рыночных котировок
- Заемщики, желающие получить от Банка финансирование на гибких условиях с плавающими процентными ставками, привязанными к ценам на товарно-сырьевые активы или к валютообменным курсам

Основные категории сырьевых активов, подлежащих ценовому хеджированию

- Энергоносители: природный газ, нефть и нефтепродукты (мазут, дизельное топливо, бензин, авиационный керосин, нафта, ВГО), уголь
- Цветные и драгоценные металлы, сталь
- Сельскохозяйственная продукция (сахар, кофе, какао, зерновые, бобовые)
- Удобрения (карбамид, аммиак, аммиачно-карбамидные смеси)
- Фрахт

Ценовые риски рынка энергоносителей

- Ценовые риски свойственны любому сырьевому рынку, но особенно остро они проявляются на ресурсных рынках, где эластичность спроса и предложения предельно низка

- На коротком временном горизонте, в силу крайней неэластичности спроса и предложения, рынки энергоносителей, как правило, реагируют на серьезные фундаментальные сдвиги преувеличенно амплитудным ростом либо падением цен

- Исключительно высокая ликвидность и разнообразие спотовых и срочных рынков нефти и нефтепродуктов предоставляют идеальную платформу по управлению рисками как для производителей, так и для потребителей ТЭК

Инструменты хеджирования

Биржевые инструменты

Фьючерс – унифицированный контракт, закрепляющий твердое обязательство купить или продать в будущем стандартное количество некоторого актива по согласован-ноймежду сторонами цене

Опцион – контракт, дающий своемуобладателю право, не порождая обязательства, купить или продать некоторый актив по определенной цене в течение фиксированного периода времени

Внебиржевые инструменты

Своп – контрактвнебиржевой торговли,который обменивает плавающуюценуна фиксированную

Форвард – внебиржевой аналог биржевого фьючерса

ОТС опцион – внебиржевой аналог биржевого опциона

Инвестиционно-банковские инструменты рынка энергоносителей

Управление ценовыми, валютными и процентными рисками

- Базовые стратегии хеджирования

Оптимизация стоимости финансирования

- Кредиты со структурной ставкой, привязанной к цене на сырье
- Своп обычного финансирования в кредит со структурной ставкой
- Хеджирование залогового обеспечения для улучшения условий кредитования

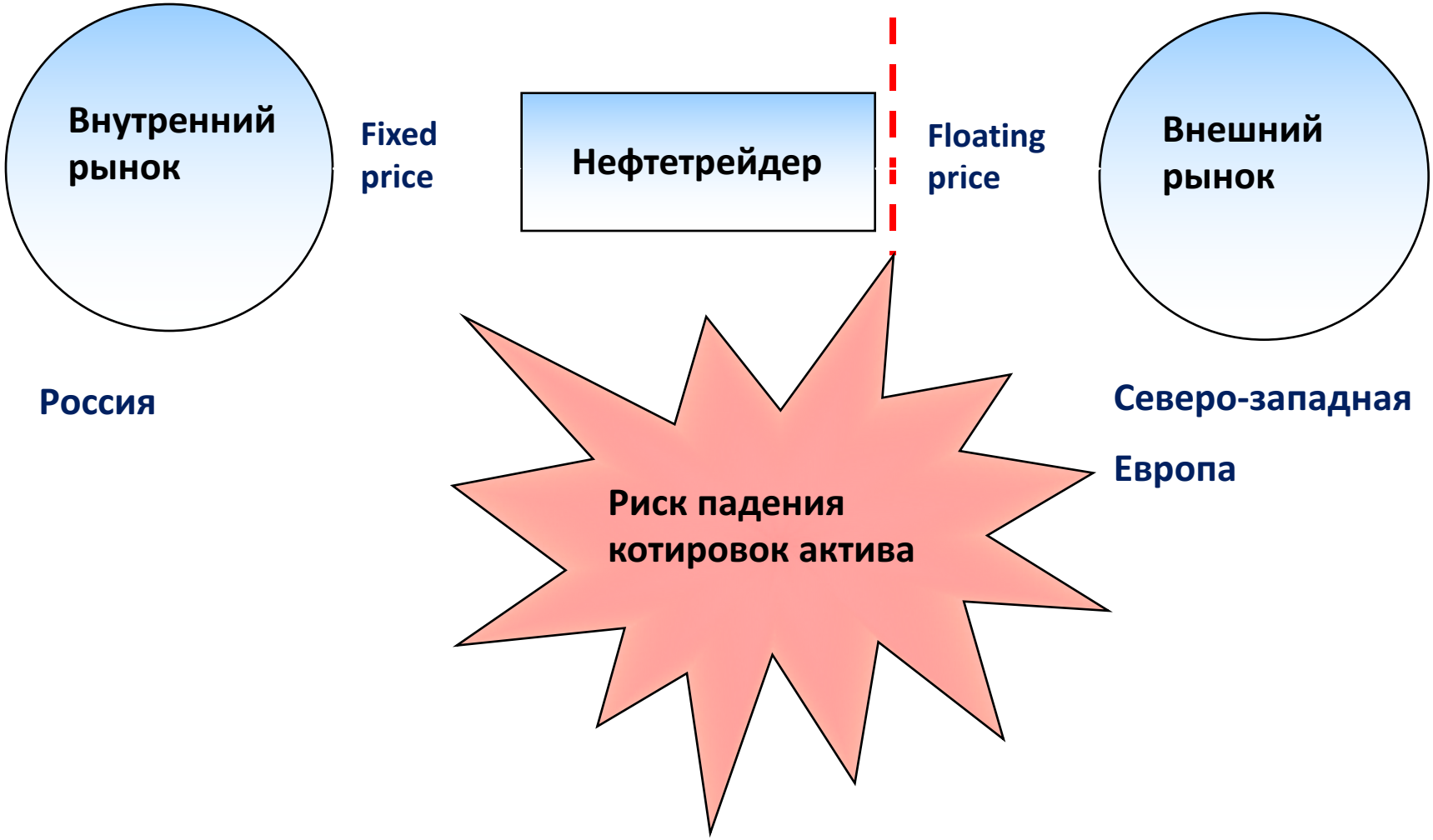
Размещение свободных средств

- Депозиты со структурной ставкой, привязанной к ценам на сырье
- Структурные ноты, доходность которых зависит от цен сырьевых рынков

Нестандартные возможности управления рисками

- Продажа «покрытых» опционов

Экспортная деятельность и рыночные риски



Типичная задача хеджирования:

Зафиксировать текущую ситуацию с положительной экономикой

и застраховать торговую маржу (+ 2,5 $/bbl)

по заключенному договору на поставку базисного актива

от риска падения экспортной цены

в период нахождения товара в собственности

Базовые стратегии управления рисками для экспортеров энергоносителей

- **Линейная стратегия:** фиксация цены будущих продаж

- **Опционная стратегия:** ограничение минимальной цены будущих продаж с сохранением возможности получения дополнительных выгод в случае благоприятного развития рыночной ситуации

- **Комбинированная стратегия - структурный своп «коридор»:** гибкое решение с регулируемой стоимостью, защищающее экспортера от падения цены и сохраняющее в заданном коридоре выгоды при росте рынка за счет отказа (полностью либо частично) от увеличения прибыли при выходе цены за верхнюю границу коридора

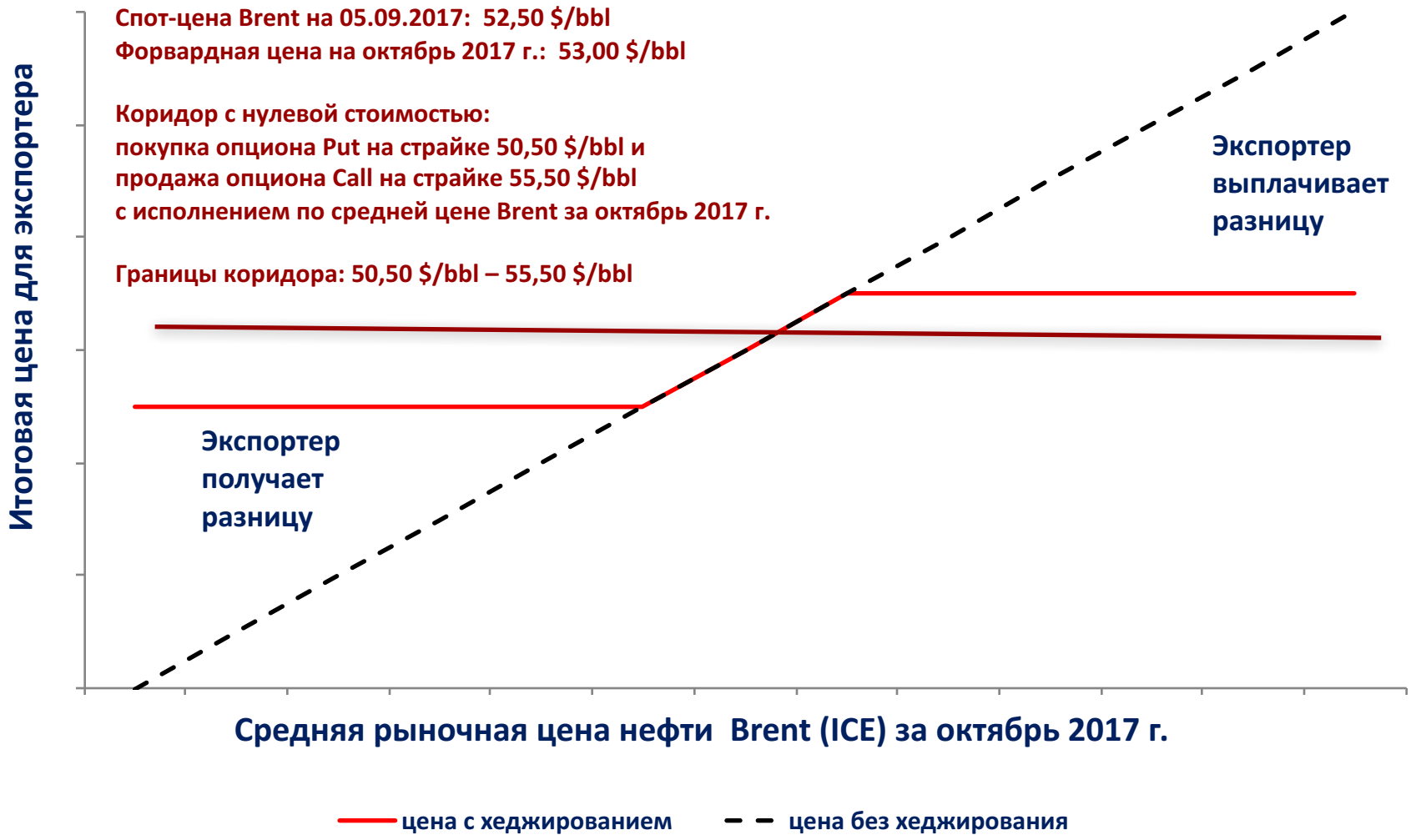
Финансовый результат линейной стратегии экспортера нефти: продажа свопа по текущей форвардной цене



Финансовый результат опционной стратегии экспортера нефти: покупка опциона Put



Комбинированная стратегия экспортера нефти: фиксированный коридор с нулевой премией



Финансовый результат комбинированной стратегии экспортера нефти: фиксированный коридор с участием



Рынок нефти – нестандартные возможности управления ценовыми рисками

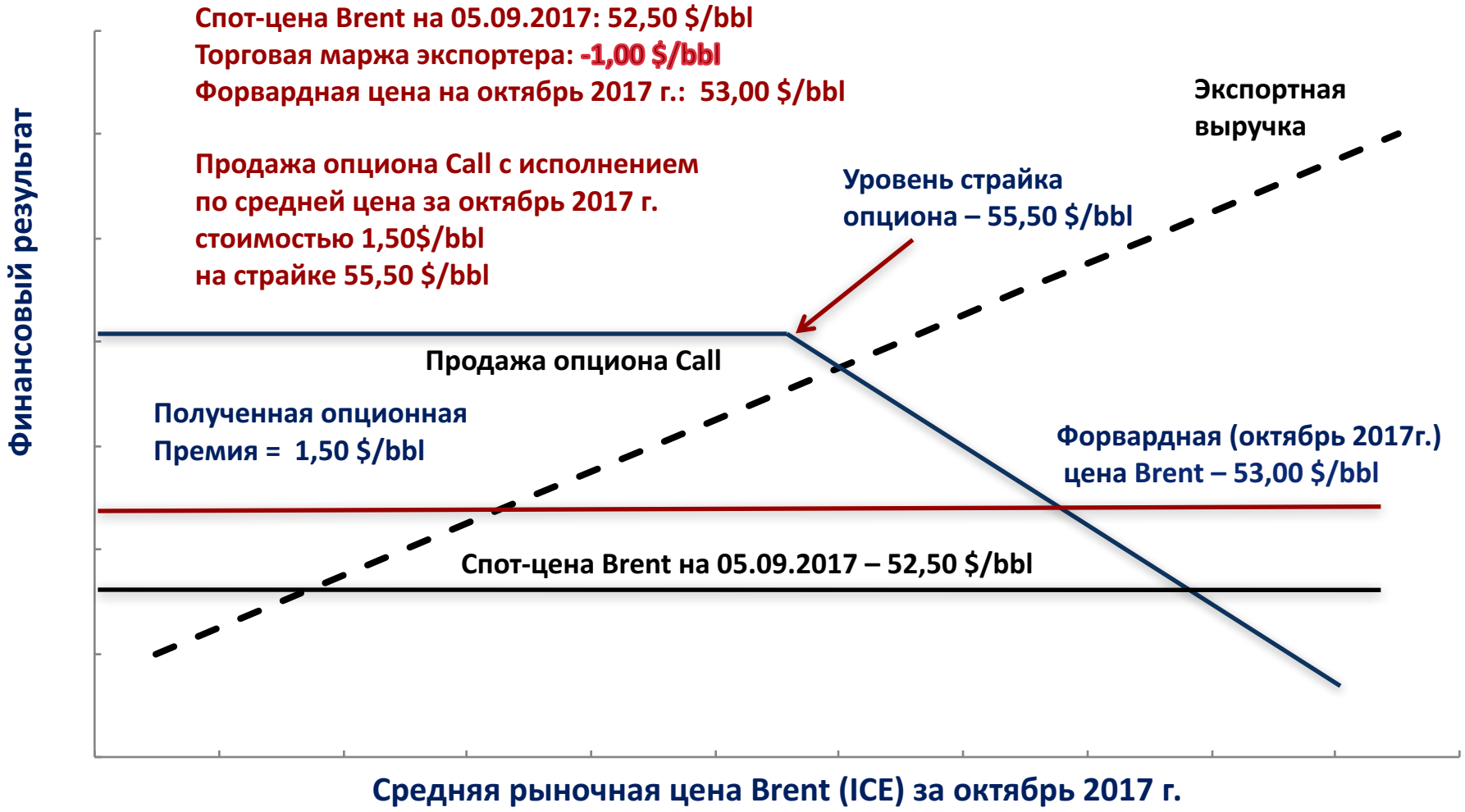
Характеристика состояния срочного рынка нефти (на примере Brent, ICE):

- контанго форвардной кривой (плюс ~ 1,0 $/bbl в месяц от спот-цены)
- дорогие опционы, что связано с высокой рыночной волатильностью

Торговая идея для экспортера

Продажа «покрытого» опциона Call с исполнением в ближние месяцы на согласованном страйке с целью фиксации полученной опционной премии

Финансовый результат продажи «покрытого» опциона Call



Непосредственно после продажи опциона экспортер получает премию 1,50 $/bbl и возможность продавать нефть по растущему рынку до уровня 57,00 (55,50 + 1,50) $/bbl, после которого выгоды от повышения цены теряются

Деловая игра: поиск эффективного бизнес-решения

Рыночные условия

- Декабрь 2008 г. (разгар финансового кризиса, цена на нефть за 5 месяцев упала в 3,5 раза, стоимость фрахта упала в 30 раз!)
- Спотовая цена нефти: ~ 40 $/bbl
- Форвардная цена на декабрь 2009 г.: ~ 50 $/bbl
- Стоимость танкерного фрахта: ~ 0,5 $/bbl

Задача:

Придумать для инвестиционного банка эффективное безрисковое бизнес-решение, позволившее получить высокую финансовую прибыль

Благодарю за внимание!

Зазовский Виктор Феликсович

+7 (903) 013-5511

victor.zazovsky@gmail.com

Статья В.Зазовского «Государство – хеджер»:

www.texretgroup.org

Генеральные партнеры

Deloitte.

ГАЗПРОМБАНК
Банк ГПБ (АО)

Золотые партнеры

THOMSON REUTERS

LATHAM & WATKINS LLP

ВТБ
СПОНСОР

МОСКОВСКИЙ КРЕДИТНЫЙ БАНК

Серебряные партнеры

МОСКОВСКАЯ БИРЖА

ВТБ ФАКТОРИНГ

ALLEN & OVERY

Промсвязьбанк

Бронзовые партнеры

PwC

ЦФТ

Аксиома

citi

Альфа-Банк

КИТФинанс Брокер

PROFINDUSTRY
RETAIL & BANKING EQUIPMENT

ПРИ ПОДДЕРЖКЕ:
АССОЦИАЦИЯ КОРПОРАТИВНЫХ КАЗНАЧЕЕВ

Практика управления рыночными рисками в России: вызовы и метаморфозы

Виктор Феликсович Зазовский

Президент Texas Retraining Group Inc. (USA),
член Наблюдательного Совета Некоммерческого партнерства «Русское общество управления рисками»

ПРИ ПОДДЕРЖКЕ:

АССОЦИАЦИЯ КОРПОРАТИВНЫХ КАЗНАЧЕЕВ

Практика управления рыночными рисками в России: вызовы и метаморфозы

Виктор Феликсович Зазовский

Президент Texas Retraining Group Inc. (USA),
член Наблюдательного Совета Некоммерческого партнерства
«Русское общество управления рисками»