

Хеджирование, а не пари

Латиноамериканские компании применяли новые методы для защиты от резких колебаний обменных курсов. Но некоторые использовали те же методы для рискованной игры и понесли крупные убытки

Херман Кэмил, Беннетт У. Саттон и Крис Уолкер

ДЛЯ компаний из стран с формирующимся рынком валютные займы могут оказаться палкой о двух концах. Обязательства в иностранной валюте часто позволяют компаниям привлекать финансирование по более низкой цене и на более длительный срок, чем если бы они осуществляли заимствования в своей национальной валюте. Но эти же обязательства могут стать причиной уязвимости балансов по отношению к скачкам обменных курсов. В конце 1990-х годов и в начале текущего десятилетия резкое обесценение валют в ряде стран Латинской Америки увеличило стоимость валютного долга компаний по сравнению с их активами и доходами, в результате чего ухудшилась способность многих компаний обслуживать долг. Это, в свою очередь, усугубило проблемы в банковской сфере, которые переживали многие из этих стран.

В последнее десятилетие компании столкнулись с более значительными ежедневными колебаниями обменных курсов, так как многие страны стремились к большей гибкости обменных курсов. Эти более гибкие курсы обеспечивали лучшее приспособление к внешним шокам и позволяли проводить более независимую денежно-кредитную политику. Немаловажно и то, что это побуждало компании более осмотрительно управлять валютным риском, поскольку они уже не могли рассчитывать на то, что центральные банки будут удерживать валютные колебания в заранее объявленных пределах. По существу, бесплатное страхование от валютного риска для частного сектора закончилось.

В недавнем исследовании (International Monetary Fund, 2008) мы анализировали уязвимость корпоративного сектора Латинской Америки по отношению к изменениям обменных курсов в 1994–2007 годах. Мы пришли к выводу, что компании резко уменьшили подверженность своих балансов риску неожиданной девальвации, сократив долю долга, полученного в иностранной валюте. Мы также обнаружили, что компании более активно использовали «естественные» валютные хеджи (экспортные поступления и долларовые активы), чтобы компенсировать долларовый риск, связанный с долговым портфелем. Однако после банкротства банка Lehman Brothers в сентябре 2008 года стал очевидным новый источник уязвимости. Некоторые компании (в особенности более крупные и более опытные) использовали контракты с производными финансовыми инструментами, чтобы делать ставки на колебания валют, и понесли крупные убытки, когда курсы валют круто пошли вниз. Это не только привело к финансовым проблемам компаний, но и поставило перед официальными органами сложные вопросы, связанные с валютными рынками.

Более сильные балансы

Для анализа уязвимости корпоративного сектора мы обратились к новой базе данных, которая соотносит данные, касающиеся балансов корпораций и фондового рынка, по 1200 котируемым на бирже компаниям (финансовым и нефинансовым) в Аргентине, Бразилии, Колумбии, Мексике, Перу

и Чили. Сначала мы описали динамику чистых валютных позиций компаний за сравнительно длительный промежуток времени (1992–2007 годы), затем дополнили этот балансовый анализ исследованием чувствительности стоимостной оценки компаний на фондовом рынке по отношению к изменениям обменных курсов в течение двух подпериодов — 1995–1998 годы и 2004–2007 годы. После этого мы проверили, изменялась ли со временем рыночная стоимость компаний в зависимости от колебаний обменных курсов.

Мы пришли к выводу, что за последнее десятилетие котируемые на бирже компании в Латинской Америке в большинстве случаев снизили уязвимость по отношению к риску, связанному с обменными курсами, существенно уменьшив несоответствия валют активов и обязательств в их балансах. Они добились этого за счет меньшего использования заемных средств в иностранной валюте и более систематического подхода к обеспечению соответствия имевшихся обязательств с валютными активами или с ожидаемыми потоками долларовых доходов. Как следствие, в последнее время компании стали в среднем намного лучше защищены от валютного риска. Мы также пришли к заключению, что с середины 2000 года для многих компаний воздействие изменений обменных курсов на цены акций существенно уменьшилось. Эти результаты показывают, что компании стали лучше понимать риск, сопряженный с обменными курсами, и принимают меры по адаптации структуры балансов и внедрению методов управления рисками, с тем чтобы преодолеть потенциальные проблемы, возникающие в связи с повышением гибкости обменных курсов.

Спекулятивные действия корпораций оказались разрушительными

Вместе с тем ряд крупных корпораций в Бразилии и Мексике проводили спекулятивные операции с производными финансовыми инструментами в иностранной валюте, что подвергало их риску, связанному с валютными колебаниями. Вместо того чтобы использовать эти инструменты для хеджирования, или защиты, своих балансовых позиций от непредвиденных изменений обменных курсов, экспортеры и другие нефинансовые компании в Бразилии и Мексике имели крупные спекулятивные позиции по производным инструментам с целью извлечения прибыли из повышения курса национальной валюты и из положительных дифференциалов между местными процентными ставками и обычно более низкими долларовыми процентными ставками в США. Когда в сентябре 2008 года бразильский реал и мексиканское песо резко упали в цене, эти компании понесли крупные убытки (см. таблицу). Центральные банки обеих стран проводили масштабные интервенции на своих валютных рынках, с тем чтобы ограничить воздействие этих убытков и удовлетворить возникший в результате этого необычайно высокий спрос на доллары. Аналогичная деятельность с производными инструментами, которая привела к негативным последствиям, наблюдалась и в целом ряде стран с формирующимся рын-

ком, включая Республику Корея, Польшу и Индию (см. статью «Игра с огнем» в настоящем выпуске).

Позиции по производным инструментам в иностранной валюте часто были связаны с валютными опционами, которые дают инвесторам право в течение определенного периода времени купить или продать валюту по оговоренной цене. В Бразилии и Мексике некоторые компании заключали сделки со сложными опционными структурами, либо делая ставку против обесценения национальной валюты, либо используя их как источник финансирования, который будет дешевле, хотя и рискованнее, чем банковская ссуда в долларах. Многие позиции, открытые в результате таких сделок, носили структурированный характер, из-за чего при обесценении национальной валюты после достижения ею определенной цены накопление убытков происходило быстрее. Несмотря на прибыльность этих операций в случае повышения курса национальной валюты или даже в случае умеренного колебания обменных курсов, после резкого обесценения валют вслед за банкротством Lehman Brothers в сентябре 2008 года убытки существенно возросли.

Трудно с уверенностью сказать, сколько денег потеряли эти компании, однако в Бразилии и Мексике убытки были достаточно велики, чтобы вызвать значительную ответную реакцию со стороны центральных банков. Подверженность валютному риску, связанная с использованием производных инструментов, привела к существенным учетным убыткам и создала опасность усиления шока, который испытали валютные рынки после сентября, — как результат возросшего спроса компаний на доллары для предоставления дополнительного залогового обеспечения, необходимого, чтобы покрыть их убытки от переоценки стоимости активов по текущим рыночным ценам. Например, в Мексике центральный банк, который длительное время осуществлял интервенции на валютном рынке в соответствии с принятым подходом на базе установленных правил, впервые за десятилетие проводил крупные интервенции на дискреционной основе, без заранее объявленных правил. В Бразилии центральный банк продавал контракты на долларовые фьючерсы, с тем чтобы помочь пострадавшим корпорациям хеджировать или ликвидировать их позиции и уменьшить изменчивость рынка.

Резкое падение биржевых курсов ценных бумаг после раскрытия компаниями информации об убытках по производным инструментам явилось убедительным доказательством того, что позиции по производным финансовым оказались неожиданностью для рынков. Полученные нами результаты по Мексике, например, указывают, что до октябрьского кризиса стоимость акций большинства компаний, которые сообщили о самых крупных убытках по производным инструментам, при обесценении национальной валюты, как правило, росла.

Последствия для экономической политики

Приемлемое объяснение полученных нами результатов заключается в том, что наблюдавшаяся в последнее десятилетие в большинстве стран региона тенденция к введению более гибких обменных курсов создала у компаний достаточно стимулов для того, чтобы управлять валютными рисками и повышать устойчивость к внешним шокам. Тем не менее, как свидетельствуют последние события в Бразилии и Мексике, по мере развития и усложнения производных финансовых инструментов необходимо адаптировать основы ре-

гулирования к изменениям, происходящим на рынках, а также усиливать практику пруденциального надзора.

Надзорным органам, а также общественности требуется более детальная информация о позициях нефинансовых корпораций по производным инструментам. Мировой кризис выявил недостатки в раскрытии финансовых данных и в понимании лежащих в их основе рисков. Возросшие масштабы финансовой активности нефинансовых корпораций в таких сферах, как офшорные контракты с производными инструментами, в отношении которых действуют ограниченные требования о раскрытии информации или меры правоприменения, не позволяют органам регулирования оценить концентрацию рисков. Неожиданности, связанные с размерами позиций бразильских и мексиканских компаний по производным инструментам в иностранной валюте, и реакция валютных рынков и центральных банков иллюстрируют потенциальные макроэкономические последствия недостаточной информации о финансовой деятельности корпоративного сектора.

Недавние события в Бразилии и Мексике также высветили проблемы, касающиеся управления финансовыми рисками на уровне отдельных компаний. Убытки по производным инструментам были также вызваны совокупностью различных негативных факторов в сфере корпоративного управления (слабое управление рисками) и отсутствием надлежащего раскрытия информации поставщиками инструментов (банками, которые, как предполагалось, консультировали покупателей опционов о встроеном в них риске). Официальные органы должны знать об асимметричных стимулах, которые возникли в условиях низкой изменчивости, и о возможности того, что в спокойные периоды банки и их клиенты могут переоценить свои возможности, приняв на себя слишком много рисков.

Надзорные органы в странах со значительными внебиржевыми рынками производных инструментов могли бы улучшить прозрачность и раскрытие информации о таких операциях. Финансовые учреждения, ведущие деятельность на этих рынках, могут представлять отчетность о таких операциях с большей частотой и включать в них более подробную информацию по инструментам и контрагентам. В частности, представляется целесообразным потребовать ототируемых на бирже нефинансовых корпораций, чтобы они представляли данные о позициях по производным инструментам на офшорных рынках, систематический мониторинг которых регулирующие органы в прошлом не осуществляли. Определенные преимущества может иметь и стимулирование биржевой торговли производными инструментами, призванное уменьшить риск неисполнения обязательств контра-

гентами и повысить прозрачность. Подобные меры помогут точнее оценивать любое накопление системных рисков, связанных с операциями с производными инструментами. Они также повысят рыночную дисциплину, что поможет конечным инвесторам проводить определенную предварительную экспертизу, которую в настоящее время они поручают рейтинговым агентствам. Официальные органы в Мексике и Бразилии уже действуют в этом направлении. ■

Херман Кэмил — экономист, Беннетт У. Саттон — старший научный сотрудник, Крис Уолкер — старший экономист Департамента стран Западного полушария МВФ.

В проигрыше

Ряд крупных компаний в Бразилии и Мексике понесли в четвертом квартале 2008 года значительные убытки в результате использования нестандартных производных инструментов в иностранной валюте.

Компания	Убытки (в млн долларов)	Убытки (в процентах от суммы активов)
Мексика		
Comerci	2200	60
Cemex	911	2
Gruma	852	27
Vitro	358	15
Alfa	194	2
GISSA	161	34
Бразилия		
Sadia	2400	41
Aracruz Celulose	2100	42
Grupo Votontarin	1000	55

Источники: Мексика — ежеквартальная финансовая отчетность компаний. Бразилия — сообщения в прессе; Bloomberg LLP; Reuters.