

Игра с огнем

Фирмы из разных стран с формирующимся рынком заключали контракты с нестандартными производными инструментами, которые привели к огромным убыткам

Рэндалл Додд

ОНИ звучат, как названия игрушек или детских сказок: KIKO в Корее, TARN в Бразилии и других странах. Но все они — часть деловой модели, основанной на использовании (или ненадлежащем использовании) нестандартных производных инструментов, которые приносят отнюдь не воображаемые результаты. Операции с этими инструментами привели к огромным убыткам, которые вызвали панику на валютных рынках и способствовали распространению финансового кризиса на страны с формирующимся рынком. Эти самые что ни на есть реальные последствия заставили руководителя круглого стола для деловых кругов в Польше назвать их «адским продуктом».

Первыми сообщили об убытках частные фирмы внешнеторгового сектора. В большинстве случаев это — экспортеры, которые, как оказалось, использовали производные инструменты для хеджирования от неблагоприятных последствий в случае укрепления их национальной валюты. Но когда вместо этого валюты обесценились и сведения об убытках были раскрыты, валютные рынки зашатались, поскольку для покрытия убытков этим фирмам пришлось выпутываться из ситуации и продавать местную валюту за доллары. Значительные прямые убытки понесли многие компании. По оценкам, в странах с формирующимся рынком пострадало 50 000 фирм. Сюда входят 10 процентов экспортеров Индонезии и 571 фирма Кореи, относящаяся к числу мелких и средних экспортеров. В Бразилии убытки оцениваются в 28 млрд долларов США, в Индонезии — в 3 млрд долларов США, а в Мексике и Польше — по 5 млрд долларов США. Не все убытки приходится на частный сектор. В Шри-Ланке государственная компания Ceylon Petroleum Company потеряла 600 млн долларов США, а убытки китайской Citic Pacific составили 2,4 млрд долларов США.

Явление это, как представляется, повсеместное. Об убытках сообщили также экспортеры и другие фирмы в САР Гонконг, Индии и Малайзии. Фирмы Бразилии и Мексики также понесли крупные убытки (см. статью «Хеджирование, а не пари» в настоящем выпуске).

Предмет обсуждения

Директивные органы многих стран вовлечены в нередко ожесточенные споры по поводу того, что делать с благозвучно названными KIKO и TARN, а также с другими нестандартными производными финансовыми инструментами (см. вставку). Центральное место в этих спорах занимают два принципиальных вопроса. Каковы были намерения фирм: хеджирование, то есть защита от валютных колебаний, или спекуляция? И какова была роль бан-

ков, выступавших в качестве дилеров по производным инструментам: удовлетворяли ли они просто потребности своих клиентов или же занимались вводящей в заблуждение торговой практикой?

Определить умонастроение клиентов или дилеров вряд ли возможно. Так что от разгоревшихся споров было больше жара, чем света. В данной статье делается попытка описать эти производные инструменты, проанализировать их пригодность для хеджирования и спекуляции и предложить некоторые меры экономической политики, которые позволят предотвратить ненадлежащее использование таких инструментов.

Обеспокоенность интересами общества, сопряженная с этими нестандартными финансовыми продуктами, возникла из-за того, что воздействие их на экономику соответствующих стран с формирующимся рынком было более сильным, чем прямое воздействие на фирмы, проводившие операции с такими продуктами. Когда обесценение национальной валюты стало достаточно серьезным, чтобы привести к крупным убыткам для инвесторов в KIKO или TARN, отчеты об этих убытках взбудоражили местные валютные рынки и увеличили наплыв предложений на продажу. Отсутствие прозрачности на рынке в отношении этих нестандартных производных инструментов означало, что валютные рынки не могли знать ни объемов незавершенных операций, ни того, кто их проводит, ни размеров потенциальных убытков. Неопределенность породила страх, затем — панику, которая сама себя подпитывала. Страх способствовали дальнейшему снижению стоимости валют, что привело к еще большему убыткам по производным инструментам.

Претенциозно, но эффективно

В рамках своих маркетинговых усилий продавцы деривативов часто дают нестандартным производным инструментам броские названия. KIKO означает опцион «удар — нокаут» (knock-in knock-out), причем «нокаут» представляет собой точку, при достижении которой дополнительная прибыль инвестора аннулируется. TARN означает «нота с целевой суммой погашения» (target redemption note), по условиям которой дополнительная прибыль закончится после того, как она достигнет «целевой суммы погашения». Название TARN также часто используется для обозначения форварда или свопа. К другим сопоставимым производным инструментам относятся «снежный ком» (snowball) и «аккумулятор» (accumulator), названия которых указывают на их потенциал в плане накопления дополнительной прибыли (и убытков).

Доверие инвесторов также серьезно пострадало. Курсы ценных бумаг на фондовом рынке стран с формирующимся рынком рухнули, а кредитные спреды резко возросли. Иностранцы инвесторы изымали капитал, и перспективы рефинансирования валютных долгов с наступающими сроками погашения стали весьма сомнительными. Мировой финансовый кризис, начавшийся на жилищном рынке США, достиг стран с формирующимся рынком.

Первое появление

Проблемы обнаружились в прошлом году — как казалось бы не связанные случаи возникновения трудностей у нефинансовых фирм из-за валютных хеджей, которые представляют собой операции с целью компенсировать убытки, появляющиеся при падении стоимости валютной выручки фирм по сравнению со стоимостью национальной валюты (которую приходится использовать для оплаты производственных издержек). Валютные хеджи имеют особое значение для фирм из экспортного и импортного секторов, поскольку они получают выручку или осуществляют платежи в валютах, отличных от их национальных валют, и хотят защитить доходы в своих местных валютах. В большинстве случаев эти экзотические хеджи предусматривали, что экспортер открывает длинную позицию в валюте своей страны, то есть покупает контракт на производный инструмент, который предполагает увеличение стоимости национальной валюты, обычно по отношению к доллару.

Впрочем, быстро выяснилась одна закономерность. По меньшей мере в семи странах Азии — Китае, Индии, Индонезии, Корее, Малайзии, Шри-Ланке и Японии, — а также в Бразилии, Мексике и Польше, возникли убытки в результате использования очень сходных контрактов с нестандартными производными финансовыми инструментами, торгуемых между умудренными опытом дилерами по деривативам и их часто менее искушенными клиентами из числа нефинансовых корпораций. В Корее эти производные инструменты были известны как КИКО (knock-in, knock-out), в других странах их называли TARN (target redemption forwards, swaps, or notes), что означает «форварды, свопы или ноты с целевой суммой погашения», «форварды с возможностью досрочного погашения» (callable forwards) или «срочные депозиты с возможностью выбора валюты платежа» (dual currency deposits). В Японии использовалось обозначение «валютные купонные свопы» (currency coupon swaps).

Тревогу вызвал размер убытков. Объявленные убытки были чрезмерно велики по сравнению с разумными оценками экспортных доходов фирм, и некоторые фирмы были вынуждены срочно искать защиту, объявив банкротство. Это не согласовывалось с результатами обычной деятельности по хеджированию. Вместо этого все возрастающие убытки вызвали взрывы негодования по поводу финансовой политики — они превратились в скандалы.

Что они собой представляли?

Хотя названия менялись от страны к стране, базовая экономическая структура операций, подобных КИКО и TARN, оставалась одной и той же.

- Производный инструмент обеспечивал занятие длинной позиции, то есть позиции, при которой инвестор получает прибыль от увеличения стоимости базовой валюты. Обычно это была позиция по местной валюте, хотя в Шри-Ланке операции велись по сырой нефти, а в Японии — по австралийским долларам.
- Производный инструмент предусматривал ежемесячные выплаты на протяжении периода, равного одному, а иногда двум годам. В структуре КИКО использовались длинные опционы «колл» (дающие покупателю право в течение определенного периода времени приобрести валюту по определенной цене) и короткие опционы «пут» (предоставляющие право на продажу). Это создавало экономический эквивалент фьючерсного или форвардного контракта: инвестор получает прибыль в результате повышательной динамики базовой цены и несет убытки в результате ее понижательной динамики.

- Потенциальная прибыль по операции была ограничена сверху или лимитирована. В одних случаях это было так называемое «положение о нокауте», которое предусматривало прекращение ежемесячных платежей, если в результате укрепления иностранной валюты ее обменный курс преодолел оговоренный уровень, а в других случаях действие контракта прекращалось, если размер накопленной прибыли достигал целевой суммы.

- Потенциальные убытки не были ограничены, и действительно, производные инструменты были структурированы таким образом, что темпы формирования убытков обычно вдвое превосходили темпы снижения базового обменного курса или справочной цены.

- Первоначальная стоимость или премия для проведения таких операций равнялись нулю.

Надлежащее обсуждение

Трудно понять, намеревались ли нефинансовые фирмы хеджировать себя от дальнейшего укрепления своей валюты или же просто спекулировать. Трудно понять и то, насколько глубоко они понимали профиль соотношения риска и доходности по этим операциям. Столь же трудно установить, удовлетворяли ли дилеры по производным инструментам, предлагавшие такие сделки, потребности своих клиентов, или же они использовали их для собственной выгоды.

Каковы бы ни были мотивы, результат был ясен, как и экономический характер таких контрактов. Эти нестандартные производные инструменты не подходили ни для хеджирования, ни для спекуляций, и вряд ли хоть один знающий инвестор стал бы сознательно заключать такие контракты. Дебаты по вопросам политики должны перейти от попыток понять настроения трейдеров и инвесторов, ведущих операции с производными инструментами, к обсуждению оптимальных способов, позволяющих гарантировать, что соответствующие производные инструменты действительно используются для хеджирования, что лица, осуществляющие хеджирование, защищены от злоупотребительной торговой практики, и что спекулятивная торговля ограничивается «квалифицированными» фирмами и частными лицами.

Нестандартные производные инструменты непригодны для хеджирования, поскольку они не обеспечивают близкого соответствия параметров имеющихся у фирм открытых позиций. И хотя фирмам действительно необходимо страховать себя от потерь в случае укрепления национальной валюты, инструменты, подобные КИКО и TARN, не выполняют функцию хеджа, если курс валюты поднимается достаточно высоко, чтобы «нокаутировать» платежи или вызвать автоматическое погашение контрактов. Кроме того, потенциальная прибыль экспортеров в результате обесценения валюты, получаемая благодаря повышению конкурентоспособности их продукции, не уравновешивается удвоением темпов формирования убытков в результате обесценения.

Не подходят подобные производные инструменты и для фирм, не способных вынести возможный удар, связанный с удвоением потенциальных убытков от снижения курса валюты. Ставшие итогом таких операций банкротства позволяют говорить о том, что именно так и произошло. основополагающий принцип пригодности заключается в том, что инвестор должен быть в состоянии выдержать потенциальные убытки.

Более того, даже если фирмы внешнеторгового сектора намеревались спекулировать, эти деривативы были далеко не лучшими инструментами для данной цели. Валютный фьючерс либо стандартный форвард или своп обладал бы таким же или более высоким потенциалом с точки зрения повышения стоимости инструмента, не подвергая спекулянта удвоенному риску снижения его стоимости.

Если КИКО и TARN не подходили для хеджирования и были не самой лучшей альтернативой для спекуляций, почему же торговля ими велась в столь значительных объемах? По одной из гипотез, инвесторы либо были недостаточно опытными, либо не были информированы или осведомлены о рисках. В самом деле,

ситуация на международных финансовых рынках столь долгое время оставалась благоприятной, что инвесторы на многих рынках стали недооценивать некоторые риски. А нефинансовые фирмы, по-видимому, были менее опытны, чем крупные банки, предлагающие подобные сделки.

Еще одна гипотеза заключается в том, что банки иногда оказывали на инвесторов давление, принуждая их к заключению контрактов в качестве условия пролонгации их займов. Представители органов финансового регулирования некоторых стран с формирующимся рынком в интервью с автором настоящей статьи говорили, что инвесторы жаловались на давление со стороны банков в ходе переговоров о рефинансировании займов. Согласно еще одному объяснению популярности производных инструментов, цены на KIKO и TARN устанавливались таким образом, чтобы привлечь инвесторов к принятию более высоких рисков, поскольку по нестандартным производным инструментам предлагались более выгодные обменные курсы, чем действующие на рынке курсы по стандартным фьючерсам и опционам. Последнее означает, что инвесторы имели какое-то представление об этих продуктах и сопряженных с ними рисках. Однако отсюда не следует, что подобные нестандартные инструменты были их оптимальным выбором. Если инвесторы сознательно соглашались на такой компромисс между риском и доходностью, это означало опасно неэффективную сделку, по которой нефинансовые фирмы фактически продавали более искушенным финансовым фирмам страховую защиту от значительных экстремальных рисков.


Что следует сделать регулирующим органам

У фирм есть веские стимулы для хеджирования, и фактическая деятельность в области хеджирования была бы более активной, если бы фирмы не боялись, что их введут в заблуждение или мошеннически обманут. Хеджирование не привело бы к убыткам, которые принесли операции с этими нестандартными производными инструментами, столь скандально известными в странах

с формирующимся рынком. Чтобы стимулировать более активное хеджирование и помочь избежать повторения недавних убытков и дезорганизации на валютных рынках, вызванных этими нестандартными инструментами, можно принять следующие меры.

- На национальном уровне следует уточнить и усилить законы о защите инвесторов и положения о борьбе с мошенничеством, с тем чтобы воспрепятствовать использованию операций с ненадежными производными инструментами.
- Следует установить требования, касающиеся отчетности по операциям с производными инструментами. Представление данных о ценах и других параметрах операций с производными инструментами повысит прозрачность рынка и расширит возможности национальных и многонациональных надзорных органов в плане выявления потенциальных проблем до их обострения.
- Внедрение новых и сложных производных инструментов или, по крайней мере, их использование фирмами, не относящимися к категории квалифицированных спекулянтов, должно регулироваться посредством использования перечней приемлемых финансовых инструментов или перечней запрещенных инструментов.
- Для мониторинга рынков в общемировом масштабе необходим многосторонний надзор, который, наряду с выполнением прочих функций, должен выявлять формы ненадлежащего рыночного поведения и злоупотреблений в торговой деятельности, подобных тем, что наблюдались в случае KIKO и TARN. Благодаря отношениям, установленным с национальными органами надзора, этот орган должен быть способен оперативно уведомлять их о подозрительных или вызывающих тревогу событиях. В качестве многонационального учреждения МВФ мог бы выполнять эту задачу и уже сейчас располагает некоторыми необходимыми ресурсами и официальными каналами сотрудничества между странами-членами. ■

Рэндалл Додд — старший эксперт по вопросам финансового сектора в Департаменте денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ.



COLUMBIA | SIPA
School of International and Public Affairs

PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Columbia University's School of International and Public Affairs' Program in Economic Policy Management offers an intensive 14-month program leading to a Master of Public Administration. The program provides rigorous graduate training in micro- and macroeconomics, management, finance and development policy, with a strong emphasis on the policy issues faced by developing countries. The program concludes

with a three-month internship at the World Bank, International Monetary Fund or other public or private sector institutions.

Students may also pursue a focus in International Energy Management and Policy, administered in cooperation with SIPA's Center for Energy, Marine Transportation and Public Policy, to prepare for work in the businesses, markets

and governance structures involved in producing, transporting and marketing energy products.

The program also features a tailored lecture and workshop series, ranging from effective inflation targeting to understanding financial crises.

The program begins annually in early July. Applications are due the preceding January.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | www.sipa.columbia.edu/academics/degree_programs/pepm

To learn more about SIPA, please visit:
www.sipa.columbia.edu