



Рэндалл Додд

# «Бешеные деньги» муниципалитетов

**П**ОМИМО нескольких одинаковых названий (и фильма «Париж, Техас», в котором воспеваются одно из них), между городами Европы и США, видимо, немного общих черт. Однако современная финансовая система увеличила их число. Похожее, но сложные операции с производными финансовыми инструментами по обе стороны Атлантики привели к разрушительным финансовым потерям местных органов управления.

Отчасти эти сделки провалились в связи с мировым экономическим кризисом, который показал, что многие, казалось бы, надежные операции были более рискованными, чем полагали муниципалитеты. Эти сделки, как правило, совершались неопытными местными органами управления с использованием производных финансовых инструментов (см. вставку), торгуемых на внебиржевом рынке между двумя сторонами, а не на фондовой бирже или через центральную клиринговую организацию.

Во Франции, по имеющимся сведениям, 1000 городов осуществляли операции с производными финансовыми инструментами, непогашенная сумма которых по нарицательной стоимости (нарицательная стоимость аналогична номинальной стоимости облигаций) составляет 11 млрд евро. В Италии в этих операциях участвовали 467 городов, а опубликованная непогашенная сумма равняется 2,5 миллиарда евро. По Германии всеобъемлющие данные отсутствуют, но только с Дойче Банком сделки с производными финансовыми инструментами проводили, по крайней мере, 50 городов. В США, где в 40 штатах было принято законодательство, позволяющее муниципалитетам проводить операции с производными финансовыми инструментами, общая сумма таких операций по нарицательной стоимости оценивается в 250–500 млрд долл. США. Как и в Европе, катастрофические финансовые последствия операций с этими инструментами всплыли в связи с судебными исками. В США крупные убытки были заявлены в городах и округах штатов Алабама, Калифорния, Огайо и Пенсильвания, причем, как и в Европе, многие муниципалитеты в США не предавали огласке свои неудачные сделки предположительно для того, чтобы избежать позора и политических последствий. В результате, хотя потери на обоих континентах были значительными, полные данные отсутствуют.

Некоторые муниципалитеты оказались в сложной ситуации, просто пытаясь сократить издержки, связанные с выпуском долговых обязательств для финансирования таких обычных для местных органов управления функций, как реконструкция школ или водоочистных сооружений. Другие местные органы управления пытались использовать производные финансовые инструменты, чтобы замаскировать свой долг или дефицит бюджета. Когда они попадали в трудную ситуацию, они подвергались большей опасности, поскольку они проводили операции с более сложными или экзотическими, а значит и более рискованными, производными финансовыми инструментами, чтобы компенсировать свои потери.

## Арбитраж «по учебнику»

Чаще всего органы управления совершали традиционные операции с производными финансовыми инструментами, называемые договорами своп, чтобы снизить ожидаемую стоимость заимствования. Обычный своп предполагает обмен фиксированного потока доходов на плавающий поток. Муниципалитеты оказывались в затруднительной ситуации, когда вместо этого они выпускали облигации с переменной, или плавающей, ставкой, а затем совершали свопы процентных ставок с дилером, который, как правило, был коммерческим или инвестиционным банком, чтобы преобразовать переменную ставку в фиксированную (этот процесс называется синтетическим долгом с фиксированными процентными ставками). Предполагалось, что эта фиксированная ставка будет ниже, чем если бы муниципалитет выпустил стандартную облигацию с фиксированной ставкой. Хотя намерение заключалось в преобразовании переменной ставки в фиксированную, это достигалось за счет определения чистой

**Финансы местных органов управления по обе стороны Атлантики оказались в плохом положении после операций с производными финансовыми инструментами**

## Что такое производный финансовый инструмент?

Производный финансовый инструмент — это финансовый контракт, сумма которого зависит или является производной (а отсюда и название) от базовой справочной единицы, такой как акция, облигация, валюта или процентная ставка. Наиболее широкое распространение получили такие виды производных финансовых инструментов, как фьючерсные контракты, опционы и свопы. Сделки с некоторыми производными финансовыми инструментами совершаются на бирже, а с другими — на внебиржевом рынке. Они зачастую используются для хеджирования рисков.

позиции по двум платежам с переменной ставкой: бралась разница между плавающей ставкой, которую муниципалитет выплачивал по облигациям, и получаемым им платежом по свопу с плавающей ставкой. Прогнозировалось, что ожидаемая разница между двумя плавающими ставками позволит муниципалитету сэкономить от 0,5 до 1,5 процентного пункта на обслуживании долга.

Это представляет собой стандартную стратегию использования производных финансовых инструментов, к которой на протяжении длительного времени прибегают нефинансовые компании. Она создала проблемы для муниципалитетов, когда изменения плавающей процентной ставки по выпущенным ими муниципальным облигациям не соответствовали изменениям эталонной ставки, которая определяла размер платежей, поступающих от дилера по свопам. Данные процентные ставки могут полностью следовать за изменениями друг друга при обычном состоянии рынка, но они резко расходятся в период кризиса, когда давление на рынок влияет на них по-разному. Когда процентные ставки перестали двигаться согласованно, сальдирование этих двух переменных ставок более не позволяло получать фиксированную ставку, и муниципалитеты уже не могли добиться снижения своих процентных платежей. Возможность таких негативных изменений называется «базисным» риском. Экономия муниципалитетов на процентных ставках зачастую превращалась в убытки по мере расхождении траекторий процентных ставок.

В период между 2002 годом и концом 2007 года существовала довольно устойчивая разница, называемая спредом или базисом, между Лондонской межбанковской ставкой предложения (ЛИБОР), которая обычно используется в качестве эталонной для муниципальных облигаций, и индексом Ассоциации участников индустрии ценных бумаг и финансовых рынков (SIFMA), который часто используется для определения ставки по свопам муниципалитетов. Однако в период с 2008 года по март 2009 года волатильность этого спреда стала вызывать беспокойство (см. график), а муниципалитеты, в целом, стали платить по более высоким, а зачастую — и по значительно более высоким ставкам, чем ожидалось.

### Когда траектории изменений процентных ставок расходятся

Разница, или спред, между ставкой ЛИБОР и индексом SIFMA была постоянной в период с 2006 года по 2008 год, но после этого стала волатильной, что вывело из равновесия ставки по муниципальным ценным бумагам, которые были основаны на этом спреде, и обернулось значительными финансовыми потерями для местных органов управления.



Источники: Совет управляющих Федеральной резервной системы и Ассоциация участников индустрии ценных бумаг и финансовых рынков.  
 Лондонская межбанковская ставка предложения (ЛИБОР) — это ставка, которую банки устанавливают друг для друга при краткосрочном заимствовании. Она зачастую используется в качестве эталонной для долга с плавающей ставкой, включая многие виды облигаций, выпущенных муниципалитетами.  
 Индекс Ассоциации участников индустрии ценных бумаг и финансовых рынков (SIFMA) зачастую используется в качестве эталона для переменной ставки, уплачиваемой дилерами муниципалитетам в рамках свопов процентных ставок.

Ситуация еще больше осложнялась, когда ставки, уплачиваемые муниципалитетами по их долгосрочным облигациям с переменной процентной ставкой, не были привязаны к эталонной ставке, а напрямую устанавливались на рынке по результатам регулярно проводимых еженедельных или ежемесячных аукционов. Помимо того, что конкретные ставки финансирования, определяемые рынком, не совпадают с эталонными процентными ставками, в период мирового финансового кризиса аукционы зачастую объявлялись несостоявшимися, поскольку отсутствовали покупатели облигаций на торгах — даже брокеры-дилеры, подписавшиеся на эти ценные бумаги, не выходили на торги. Эти брокеры-дилеры сами испытывали трудности в связи с нехваткой капитала и недостаточным финансированием. Когда аукционы объявлялись несостоявшимися, процентные ставки по ценным бумагам резко взлетали вверх в связи с тем, что в контрактах содержалось положение об установлении высоких штрафных процентных ставок в случае несостоявшегося аукциона.

В стратегии, цель которой заключалась в экономии на процентных ставках, недостаточное внимание уделялось базисному риску, т.е. риску возможного расширения спреда. Эти сделки совершались после периода низкой волатильности свопов процентных ставок, что позволяло предположить низкую вероятность возникновения проблем в будущем. Теперь очевидно, что прошлый опыт не был хорошей основой для прогнозирования будущих изменений и что ожидаемая экономия была недостаточной, принимая во внимание истинный размер риска.

### Деньги вперед

Муниципалитеты также прибегали к свопам процентных ставок, обеспечивавшим авансовые платежи, которые могли использоваться для сокращения долга или финансирования текущих расходов, в обмен на уплату более крупных сумм в течение срока действия сделки своп, чем они должны были бы платить в противном случае. Цена свопов процентных ставок, как правило, определяется по номиналу, что означает, что справедливая рыночная стоимость (или «плечо» на языке сделок своп) первоначально одинакова для обеих сторон. Однако если муниципалитет обязуется уплачивать плечо по фиксированной ставке, которая выше, чем преобладающая на рынке ставка, то дилер выплачивает сумму этих более высоких в будущем платежей местным органам управления в начале сделки. В системе бухучета муниципалитетов, которая ведется на кассовой основе, а не методом начислений, такая операция, как правило, не отражается как долг органа управления, даже несмотря на то, что, по сути, муниципалитет заимствовал средства. Это ведет к искажению картины финансового состояния муниципалитета.

### Необычные сделки

Третий, и порой наиболее разрушительный, вариант предполагал использование более сложных или экзотических производных финансовых инструментов. Стремясь возместить убытки по другим сделкам с производными финансовыми инструментами или просто увеличить доходы по своим кассовым активам в период низких процентных ставок, муниципалитеты совершали сделки с такими производными финансовыми инструментами, как постоянный своп с обменом различающихся по срочности облигаций, своп-опцион и своп «снежный ком». Поскольку эти инструменты были более сложными и непрозрачными, стало труднее определять цену этих свопов, а связанные с ними риски были менее четко определены. Более того, первоначально их цель, как правило, заключалась не в хеджировании рисков, а в получении более высокого дохода за счет принятия более высокого риска. Основной вопрос заключается в том, справедливо ли определялась их цена.

Постоянный своп с обменом облигаций, различающихся по срочности, представляет собой своп процентных ставок, в рамках которого платежи одной стороны основаны на краткосрочной эталонной ставке, такой как трехмесячный ЛИБОР плюс некоторый спред, а вторая сторона уплачивает, скажем, ставку по свопу

на 10 лет, которая фактически формируется на каждую дату платежа в течение периода действия сделки своп. По сути, это представляет собой ставку на определенный наклон кривой доходности, представляющей собой диаграмму отношения между доходом, который дают инвестиции, и их сроком. В нормальных условиях доходность снижается по мере сокращения срока, и наклон кривой идет вверх (в связи с сочетанием факторов риска, которые возрастают с течением времени). Ключевым доводом в пользу такого рода сделок было то, что при высокой эталонной ставке сумма платежа на чистой основе с учетом обоих компонентов была близка к нулю. Если бы центральный банк снизил краткосрочные процентные ставки, угол кривой доходности, скорее всего, увеличился бы, поскольку долгосрочные процентные ставки не сократились бы в равной мере. Такой своп обеспечил бы поток денежных средств для муниципалитета. Однако в период финансового кризиса и краткосрочные, и долгосрочные процентные ставки упали, а наклон кривой доходности стал плоским. Лишь в Пенсильвании за период с 2006 года двадцать семь школьных округов заявили о том, что они понесли убытки по такого рода контрактам.

Сложной разновидностью постоянного свопа с обменом облигаций, различающихся по срочности, является экзотический производный финансовый инструмент, который называется «снежный ком». Вложение средств в свопы «снежный ком» привело к убыткам в таких городах, как Сент-Этьен во Франции и Пфорцгейм в Германии. (Сент-Этьен также понес большие убытки в связи с валютными свопами с использованием фунта стерлингов и швейцарского франка.) Стоимость эти свопов «снежный ком», как и в случае постоянных свопов с обменом различающихся по срочности облигаций, определялась в зависимости от разницы между долгосрочными и более краткосрочными процентными ставками. Однако действовал дополнительный механизм, который представлял собой требование о том, что платеж в каждый период не может быть ниже, чем платеж предыдущего периода. Таким образом, неблагоприятное изменение процентных ставок, даже если оно носило временный характер, вело к увеличению платежей на постоянной основе на весь срок действия контракта, а сроки погашения иногда растягивались на десятилетия. Эти сделки представляют собой выгодный бизнес для той из сторон, которая оказывается в выигрыше, а муниципалитеты зачастую были не в их числе.

### Случай сочетания всех трех проблем

В округе Джефферсон, штат Алабама, США, местные органы управления умудрились попасть в ловушку всех трех сценариев, пытаясь снизить затраты на процентные платежи, получить авансовые платежи и заработать дополнительный доход. Данный округ с населением меньше 700 000 человек заключил 17 сделок своп, общая нарицательная стоимость которых равнялась 5,8 миллиарда долл. США, а сроки погашения составляли до 39 лет. Данный округ не только потерял 277 млн долл. США на сделках с производными финансовыми инструментами, но, по некоторым данным, переплатил около 100 млн долл. США комиссионных по этим операциям.

Один из свопов округа Джефферсон может проиллюстрировать, как сложность сделки может привести к асимметричности информации о цене (т.е. к ситуации, когда одна сторона знает больше о сделке, чем другая), в результате чего цена продукта устанавливается несправедливо. Рассматриваемый своп был разработан, чтобы получить авансовый платеж в размере 25 млн долл. США и позволить заработать дополнительный доход для округа, который пошел на более высокий процентный риск, чтобы получить этот доход. Платежи по сделке своп, основная сумма которой по нарицательной стоимости составляла 1,88 миллиарда долл. США, представляли собой чистую разницу между платежом округа по ставке одномесячный ЛИБОР, помноженным на 0,67 процента, и получаемым платежом по ставке одномесячный ЛИБОР, помноженным на 0,56 процента, плюс 0,49 процента основной суммы. Эта формула может быть выражена следую-

щим образом: округ уплачивает ставку ЛИБОР, помноженную на 0,11 процента (0,67 процента минус 0,56 процента), и получает фиксированный платеж в размере 0,49 процента.

Условия контракта выражены в процентном отношении к процентным ставкам, что затрудняет понимание операции. Рассмотрим следующую обратную финансовую схему, в рамках которой, поскольку сроки сделок не раскрываются для общестественности, предположим, что срок погашения составляет 10 лет. Условия идентичны (а суть операции легче понять), если процентные ставки увеличить в 10 раз, а основную сумму сократить на аналогичную величину. Условия платежа можно выразить следующим образом: округ уплачивает 1,1 ставки ЛИБОР, помноженную на нарицательную стоимость основной суммы, которая составляет 188 млн долл. США, минус 4,9 процента. Если применить стандартную фиксированную 10-летнюю ставку для процентного свопа с использованием ставки ЛИБОР по состоянию на июнь 2004 года, когда заключалась сделка, то получается, что округ должен был бы уплачивать просто ставку ЛИБОР и получать 5,23 процента основной суммы. По существовавшим на тот момент ставкам по свопам 1,1 ставки ЛИБОР, которую тогда уплачивал округ, заменили бы на 5,75 процента, что на 0,85 процентного пункта выше, чем 4,90 процента, которые округ получал.

С другой стороны, дилер по сделке своп получал эти более высокие платежи. Уплатив 4,9 процента округу, он получал практически безрисковый доход в размере 0,85 процента основной суммы, которая составляла 188 млн долл. США. Приведенная стоимость этого дохода в июне 2004 года составила бы 125 млн долл. США, что позволяло дилеру выплатить округу Джефферсон 25 млн долл. США авансом и получить прибыль в размере 100 млн долл. США. Дилер подвергался лишь «кредитному» риску, т.е. риску того, что либо округ Джефферсон, либо партнер по второму свопу не выполнит свои обязательства. Округ Джефферсон, с другой стороны, принимал на себя большие процентные риски, причем делал это при уровне доходности ниже рыночной.

Эта операция иллюстрирует, каким образом сложные и непрозрачные инструменты, торгуемые на внебиржевом рынке, использовались в рамках операций с производными финансовыми инструментами с неискушенными муниципальными властями. Она также показывает, что контракты могут составляться таким образом, чтобы завуалировать лежащие в их основе экономические принципы.

Убытки, понесенные в связи со сделками по многим из таких производных финансовых инструментов, создали большие проблемы для местных органов управления. Такие города, как Сент-Этьен и Пфорцгейм, и округ Джефферсон, штат Алабама, были вынуждены существенно урезать расходы за счет сокращения текущих услуг и отсрочки либо сокращения вложений в государственную инфраструктуру, что сдерживает рост активности в реальном секторе экономики.

Чтобы помочь муниципалитетам избежать заключения сделок, сути которых они не понимают, следует установить требование о проведении консультаций с действительно независимой третьей стороной-консультантом, который в состоянии проанализировать риск и предоставить независимое мнение относительно цены. Муниципалитетам следует установить фиксированную плату для таких советников, которая не зависела бы от суммы сделки. Дилеры по операциям с производными финансовыми инструментами должны действовать, неся фидуциарную ответственность, а также соблюдая требование об установлении приемлемости сделок с муниципалитетами и обеспечивая прозрачность операций. Кроме того, следует пересмотреть правила учета органов самоуправления в отношении использования производных финансовых инструментов для финансирования муниципалитетов. ■

*Рэндалл Додд — бывший старший специалист по финансовым вопросам Департамента денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ.*