

ГЛАВА VIII

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ И ПРОЦЕНТНЫЙ РИСК

А. Финансовый менеджмент и его цели

237. Корни концепции финансового менеджмента - в фундаментальной философии западного рынка и всех капиталистических экономик: все организации, институты и деловые предприятия, оперирующие на свободном рынке, управляют своими физическими и финансовыми активами таким образом, чтобы оптимально достигать своих целей - роста, прибыльности и контролируемой подверженности риску. В данном контексте, оптимально может быть определена как достижение определенной цели или набора целей с минимальным расходом ресурсов, сформированных внутри предприятия или полученных извне.
238. Финансовый менеджмент - это деятельность, которая, в своем наиболее широком определении, относится ко всем типам и структурам хозяйственных единиц, как частного, так и государственного секторов, к прибыльным и неприбыльным, к юридическим или физическим лицам. Финансовый менеджмент стал также деятельностью, переросшей рамки капиталистической - основывающейся на рынке - системы. Его основополагающий принцип - оптимальное использование лимитированных финансовых ресурсов в управлении конкретной экономической единицей или видом деятельности - этот принцип в равной степени применим к чисто социалистическим экономикам и был широко адаптирован ими.

В. Организационные факторы

239. В крупнейших, формально структурированных коммерческих организациях Запада, исполнение обязанностей, связанных с финансовым менеджментом, возложено на главного финансиста (CFO). По рангу эта позиция занимает (наравне со старшим должностным лицом, (COO) отвечающим за операции), место сразу после руководителя исполнительного органа - главного управляющего (CEO), занимающего, как показывает его титул, самую высокую позицию в менеджменте. В большинстве западных стран (кроме США), включая республики бывшего Советского Союза, эту функцию выполняет президент или председатель совета, состоящего из высших менеджеров. В США на предприятиях формируется структура управления с единым органом, и поэтому CEO часто выполняет двойную роль: в качестве главного менеджера организации и также в качестве главы наблюдательного совета. По мнению некоторых специалистов, такому устройству присущ конфликт интересов.
240. Необходимо подчеркнуть, что роль финансового менеджера не ограничена крупнейшими предприятиями. Даже на самых небольших предприятиях, финансовый менеджмент является критически важной

функцией, и должен быть признан в качестве интегральной части общего менеджмента фирмы. Например, собственник (менеджер предприятия, в котором он является единственным владельцем, должен владеть не только техническими знаниями, дающими возможность успешно производить и распределять через рынок его продукты, но и - что важно в равной степени - умением эффективно управлять своей фирмой, также как своими личными финансовыми операциями.

241. В более крупных структурах, основные обязанности CFO относятся к казначейству, учету, управленческим информационным системам, внутреннему контролю (в отличие от внутреннего аудита), бюджету фирмы и стратегическому планированию. Также CFO прямо вовлечены в управление финансовыми рисками, охватывающее все категории рисков, рассмотренные в предыдущих главах. Конкретные обязанности относятся к управлению финансовыми активами и обязательствами фирмы, включая управление структурой долгов, финансирование приобретений, использование выручки, полученной от размещения активов, и поддержания отношений фирмы с банкирами¹.
242. В иерархии коммерческих банков CFO обычно не идентифицируются в данном качестве, но в их роли выступает старшее должностное лицо в органе управления банком (такое как первый заместитель руководителя банка). Конкретно, существует тенденция к тому, чтобы они занимали должность председателя комитета банка по управлению активами/обязательствами (рассмотренного в данной главе ниже), осуществляли надзор за подготовкой финансовой отчетности банка и были в конечном счете ответственны за надлежащую и своевременную отчетность перед банковскими регулятивными и надзорными агентствами, налоговыми властями, кредиторами, акционерами и другими сторонами, имеющими финансовые интересы в банке. Особенное значение имеет их критическая и часто решающая роль в формировании и исполнении тех целевых основных финансовых коэффициентов, которые обсуждались в предыдущих главах. Учитывая часто широкие обязанности, принадлежащие этой управленческой позиции, в сильной степени рекомендуется, чтобы банки в республиках бывшего Советского Союза оказывали адекватное внимание формированию должностных инструкций для лица, находящегося в данной должности.

С. Процентный риск

243. Еще до недавнего времени коммерческие банки на Западе фокусировали свои усилия главным образом на активной стороне своих балансов. Доходность активов, приносящих прибыль, и кредитный риск, связанный с ними, были основной заботой менеджмента. Даже

¹ Иногда, на крупных предприятиях, описанные обязанности распределяются между казначеем (в основном ответственным за бюджет и налоги) и CFO (ответственным за общие финансовые аспекты деятельности предприятия). В организационной иерархии предприятия, казначей обычно подчиняется CFO.

риск ликвидности, хотя и признанный риском, принимался в большей или меньшей мере в качестве заданного: регулятивные правила центрального банка, надзор (как внутренний, так и внешний аудит), и роль центрального банка как кредитора в последней инстанции создавали «сетку безопасности», которая эффективно помогала защищать банк против потенциально опасных временных сжатий ликвидности. В равной степени важно то, что низкий уровень процентных ставок и высокая степень лояльности вкладчиков (в условиях низкой чувствительности процентных ставок) приводили к низкой стоимости и стабильной доступности депозитов. Короче говоря, об управлении обязательствами не очень заботились. Этот, в настоящее время устаревший подход не очень отличался от практики, в настоящее время преобладающей в некоторых республиках бывшего Советского Союза.

244. *Определение процентного риска.* Как и все другие типы риска, процентный риск обусловлен неопределенностью. В данном случае неопределенность связана с будущим направлением движения и уровнем процентных ставок. Процентный риск как таковой затрагивает и кредиторов, и дебиторов, также как сберегателей и инвесторов. Процентным риском, также как и другими видами риска, можно управлять или минимизировать его. Это могут делать участники процессов заимствования/кредитования и сбережения/инвестирования.
245. В общих терминах, процентный риск может быть определен как изменчивость доходов, или доходности, финансовых активов (особенно долговых эмиссий) и, следовательно, как изменчивость цен этих активов, которая вызвана изменением процентных ставок. Поэтому эта изменчивость по существу и в реальности непредсказуема, являясь функцией от множества экономических и политических переменных, как внутренних, так и иностранных, которые создают кредитный риск.
246. Процентный риск является фундаментальным аспектом всей кредитной деятельности и влияет на цены и доходы по всем формам долговых инструментов, включая не только публично и частно размещаемые ноты и облигации (и, естественно, ссуды), но и также депозиты, приносящие проценты. Коммерческий банк, следовательно, может проводить операции с процентным риском, относящимся к обеим сторонам его баланса: по приносящим доходы активам - ссудам и инвестициям в ценные бумаги - по своим обязательствам - депозитам и заимствованным фондам. Поскольку инвестиции в ценные бумаги для большинства коммерческих банков, особенно находящихся в республиках бывшего Советского Союза, являются относительно незначительной величиной их активов, - поскольку определение процентного риска может быть модифицировано и отнесено только к ссудному портфелю банка. Процентный риск, взятый в этом контексте, это риск того, что средневзвешенная стоимость привлеченных банком фондов (депозитов и заимствованных фондов), используемая для финансирования ссуд, может превзойти средневзвешенные ставки кредитования в течение срока жизни ссуд.

247. Может ли банк полностью нейтрализовать процентный риск в своей деятельности по предоставлению кредитов. Теоретически да: если изменения в стоимости привлечения ресурсов для финансирования каждой ссуды в течение срока ее жизни (например, изменения, возникающие в связи с колебаниями в депозитных ставках) смогут быть одновременно увязаны с изменениями этого же объема и направления в ссудной ставке по каждому кредиту. Банковский менеджмент во всем мире все более широко применяет такую политику «взаимоувязанного финансирования» своих ссуд, в основном в связи с растущей изменчивостью процентных ставок, часто ассоциируемая с периодическими приступами инфляции. Банки в республиках бывшего Советского Союза особенно знакомы с процентным риском и добиваются от своих практических работников того, чтобы они увязывали свои кредитные ставки со стоимостью привлеченных ресурсов, такой как ставка рефинансирования центрального банка. Эта ставка, тем не менее, часто значительно отличается от реальной стоимости для банка привлеченных ресурсов.
248. Хотя банки, в качестве общей политики, могут желать лимитировать свой процентный риск через увязывание привлечения ресурсов и ссуд, они могут от случая к случаю решиться принять на себя риски, воздерживаясь от такого увязывания. На Западе прогнозирование процентных ставок было развито в широко практикуемую «науку», включающую практически всех участников финансового рынка, коммерческие банки и их клиентов. Такие прогнозы, подготовленные финансовыми экономистами, часто определяют, будет или нет политика кредиторов (банков) и заемщиков (банковских клиентов) позволять предлагать - и принимать - ссуды, увязанные с финансированием под них. Хотя прогнозы могут охватывать периоды до 3 лет и дольше, чаще всего они ограничены сроком от 12 до 18 месяцев.
249. Корпоративные заемщики в странах с хорошо развитым денежным рынком и рынком капиталов, сильной конкуренцией между банками используют эти рыночные силы для того, чтобы получать ссуды на сроки и на условиях, наиболее благоприятных для них (например, они могут иметь доступ к различным отечественным и иностранным банкам, и даже к небанковским кредиторам). Особенно в случае средне-долгосрочных ссуд, корпоративные казначеи - как правило - предпочитают заимствовать на базе фиксированных процентных ставок. Ссуды с фиксированными процентными ставками устраняют процентный риск у заемщика: казначей знает все расходы на уплату процентов на весь срок жизни ссуды, и может подготовить бюджеты и прогнозы денежных потоков для финансируемого проекта со значительно большей степенью аккуратности, чем в случае ссуды с переменной процентной ставкой. **Важно то, что заемщик подготавливает такие прогнозы денежных потоков потому, что они формируют базу, на которой заемщик и ссудодатель определяют взаимно согласованную дату погашения ссуды и график возвратных платежей по ней.**

250. Только в редких случаях корпоративный казначей может сделать выбор в пользу принятия процентного риска - и таким образом подвергнуться некоторому критицизму со стороны менеджмента, или даже потерять работу, если начнутся движения процентных ставок, которые не были правильно оценены. В качестве примера может быть рассмотрена ситуация, когда процентные ставки ненормально высоки, в связи с временно ожидаемым периодом высокой инфляции. В этом случае казначей может решить заимствовать на краткосрочной основе в ожидании возможностей заключать сделки по более долгосрочным фиксированным ставкам, как только уровень инфляции и величина ставок процента упадут.
251. Даже на Западе, кредитующий банк не всегда способен связать финансирования (привлечение ресурсов) с выдаваемыми на этой основе долгосрочными ссудами. Например, он может быть вынужден принять на себя процентный риск, если он решит согласиться с требованием клиента о предоставлении ему ссуды по фиксированным ставкам. Банк может также сам предложить фиксированную ставку, даже если не возможно связать получение ресурсов с предоставлением ссуды в том случае, если его прогноз предсказывает будущее падение общего уровня процентных ставок. В то время как по очевидным причинам клиент банка желает минимизировать стоимость заимствования на весь срок ссуды, банк, с другой стороны, стремится максимизировать свою частную прибыль (или «спред») в течение периода жизни ссуды.
252. Лимитирование, контроль, или конкретно управление процентным риском требует:
- а. существования относительно развитых денежного рынка и рынка капиталов;
 - б. опыта и умений в прогнозировании процентных ставок (со стороны банков); и
 - в. готовности со стороны менеджмента банка добровольно принимать на себя процентный риск.
253. Потенциальная прибыльность успешного прогнозирования процентных ставок показана в Приложении 22, в котором банк обладает выбором: привлечь ресурсы под ссуду сроком на 180 дней на связанной основе (180-дневный депозит) или финансировать ссуду на основе краткосрочных ресурсов (ролloverный, возобновляемый 90-дневный депозит). Решение будет зависеть от прогноза уровня процентных ставок, формируемого в банке департаментом экономических исследований. В примере, прогнозист предположил падение краткосрочных процентных ставок и, соответственно, возможность финансирования 180-дневной ссуды (под фиксированную годовую ставку в 25%) на базе 90-дневного ролloverного депозита. Используя эту стратегию, банк максимизирует свой спред по ссуде до 11.5%, в сравнении с 5%-ным спредом, который бы он получил, если бы стал

увязывать срок ресурсов, финансирующих ссуд, и самой ссуды².

D. Казначейские операции: управление активами и обязательствами

254. Рост чувствительности процентных ставок со стороны депозиторов, как частных, так и корпоративных - и снижение доступности депозитов принудили коммерческие банки к тому, чтобы уделять больше внимания управлению обязательствами. Управление процентным риском включает управление как активами (кредитами и инвестициями), так и обязательствами (заемными средствами) банка. Гибкость управления обеими частями баланса, однако, ограничена. Управление активами ограничено: (а) соображениями ликвидности и риска активов банка и (b) ценовой конкуренцией со стороны других банков, которая ограничивает свободу банка в определении структуры цен его кредитов и инвестиций. В то же время, управление обязательствами наталкивается на ограничения в стратегиях финансирования из-за: (а) ограниченного выбора и размеров долговых инструментов, которые банк может успешно разместить среди своих вкладчиков и других кредиторов в любой момент времени, т.е. доступности ресурсов для выдачи ссуд, и (b) из-за ценовой конкуренции со стороны других банков и других небанковских учреждений, за имеющиеся в доступности средства.
255. Обязанности руководства по управлению процентным риском обычно включают минимизацию этого риска в пределах прибыльности банка и целей ликвидности. Риск ликвидности связан с процентным риском в том, что рискованные активы являются «недостаточно ликвидными». Банки не могут по своему желанию, ликвидировать эти активы - например, чтобы компенсировать неожиданный отток средств - без того, чтобы это не повлекло риск потерь из-за неблагоприятного движения процентных ставок и, соответственно, цен финансовых активов.
256. Риск ликвидности изменяется в зависимости от состояния активов и состояния финансового рынка. Его можно, конечно, минимизировать, создав портфель из полностью или в большинстве своем высоко ликвидных активов. Эта свобода, однако, значительно ограничена из-за обычно обратной связи между доходностью активов и ликвидностью. В последние годы управление риском ликвидности улучшилось за счет растущей секьюритизации финансовых инструментов, включая ссуды.
257. *Управление активами против управления обязательствами.*
Управление активами - управление инвестициями банка и его кредитным портфелем - обычно не связано прямо с вопросом об источнике средств. Уделяя основное внимание целям роста,

² Даже если бы прогноз процентных ставок был бы неправильным - например, если бы процент по 90-дневному депозиту вырос бы до 22% после выдачи ссуды - «неувязанный» по срокам спред был бы пока еще больше, чем 5% спреда, полученного при соответствии по срокам (связывании) финансирования и ссуды, выданной за счет финансирования $(0.5(10\%+3\%))=6.5\%$

прибыльности и ограничения риска, оно рассматривает финансирование как «данное». Для менеджеров по активам кредитный риск, установленный кредитным инспектором и кредитным комитетом, не связан с получением средств. Риск ликвидности также не связан в целом с вопросом о привлечении ресурсов: его можно увеличить или сократить, изменяя структуру портфеля активов, не изменяя его общий размер.

258. Управление обязательствами имеет в качестве своей цели создание надежной ресурсной базы для активов банка. В качестве такового, оно стремится достигнуть оптимальной комбинации в доступности и цене фондов - конкретно, высоконадежных ресурсов по низким процентным ставкам. Менеджмент признает, что обязательства не равны данной величине депозитов и заимствованных фондов по определенным неконкурентным ценам. Сегодня менеджеры западных банков могут заменить и/или дополнить базовую, неснижаемую сумму депозитов на основе заимствования или покупки фондов из множественных источников и путем использования широкой гаммы финансовых инструментов и сроков - таким образом увеличивая общий потенциал банка в привлечении ресурсов и число альтернатив в управлении ликвидностью. В дополнение, развитие сложных техник хеджирования, включая постоянно растущую гамму производных ценных бумаг и свопов, драматически увеличило значимость функции управления ликвидностью и, непрямо, управления активами.
259. Возросшая роль управления обязательствами для постоянно усложняющегося управления активами привела во многих случаях к созданию комитетов по управлению активами/пассивами. Эти подразделения, состоящие из представителей управления «казначейскими» операциями (финансирование и ликвидность банка), а также из представителей кредитного и инвестиционного отделов эффективно сочетают управление обеими сторонами баланса при оптимальном отношении риска и доходов.

Е. Управленческие стратегии

260. Управление пассивами породило разнообразие стратегий финансирования, а также новые виды банковских инструментов. Во-первых, заемные средства, получают по цене (процентным ставкам), связанной с кредитной позицией банка, и, следовательно, часто гораздо ниже доходов от большинства кредитов банка, что способствует в значительной степени росту и прибыльности портфеля кредитов. Во-вторых, стоимость заемных средств в возрастающей степени устанавливается рынком, и поэтому более подвижна, чем стоимость основных депозитов. Эта подвижность способствовала образованию более подвижных «спредов» процентных ставок и соответственно большей изменчивости доходов. И, в-третьих, более широкое использование заемных средств способствовало лучшему управлению ликвидностью.

261. Интеграция управления обязательствами и управления активами, а также возросшее использование заемных средств с различными сроками, ставками, объемами и степенью доступности не гарантирует более быстрый рост и более высокие доходы. Большие возможности означают больший риск. В данном случае риск связан с неправильными решениями при поиске средств - процентным риском - и потенциально более низкими прибылями, или даже убытками. Неудивительно, что такое соотношение риск/возможность определило возникновение различных техник и стратегий управления.
262. Одна из основных целей менеджмента - контроль за процентной маржой, т.е. маржой между процентным доходом от активов, приносящих прибыль, и процентными расходами по обязательствам (также называемой «чистым доходом», выраженным в процентах от приносящих доход активов). С данным подходом связана также концепция *спреда*, разницы между взвешенной средней ставкой, выплаченной по обязательствам³. Третья концепция - это концепция разрыва (*гэпа*), что означает расхождение, или несбалансированность активов и пассивов банка с колеблющейся и фиксированной ставкой. Это концепция баланса, она выражается как сумма превышения активов с изменяющейся ставкой над пассивами с фиксированной ставкой в данный период времени. Например, четвертая и более недавняя концепция, используемая для улучшения доходности по инвестиционному портфелю, также как для сокращения процентного риска - это концепция *дюрации*. Тем не менее, учитывая ее ограниченное текущее применение в странах бывшего Советского Союза, эта концепция не будет обсуждаться в данной справочной книге.
263. *Управление процентной маржой.* Одна из основных целей банковского управления - достижение некоторой процентной маржи или определенного уровня процентного спреда по ссудному портфелю. Этот уровень подразумевает определенный уровень риска (кредитного и ликвидности): чем выше выбранный уровень, тем большую степень риска банку придется допустить.
264. Выбранные целевые уровни периодически корректируются в зависимости от изменения процентных ставок, конкуренции и уровня риска, который менеджмент считает приемлемым при данной и ожидаемой экономической обстановке. Целевые уровни маржи связаны с изменениями в структуре активов банка, подвержены их влиянию, а иногда и определяются ими. Короче говоря, управление процентной маржой требует осторожного и постоянного анализа изменений на рынке банковских операций, в экономике, процентных ставках, а также внимательной оценки изменений в соотношениях риск/доход, которые являются результатом политики банка по отношению к своему портфелю активов.

³ При планировании, они могут быть определены и в качестве прогноза на будущие периоды.

265. Прогнозы процентной ставки, составленные экономистами банка, играют важную роль в формировании структуры портфеля и политики мобилизации средств. В связи с тем, что оба процесса происходят одновременно, управлению необходимо эффективно координировать работу департаментов кредитования и привлечения ресурсов. Соотношение сроков погашения, структуры процентных ставок активов и обязательств, а также степень риска невозвращения денег представляют те три фактора, которые необходимо постоянно проверять, чтобы поддерживать оптимальное соотношение риск/маржа (или риск/доход).
266. Балансирование портфеля активов и пассивов по срокам - это частая цель, т.к. позволяет банку зафиксировать процентный спред, т.е. эффективно нейтрализовать процентный риск. Однако, иногда менеджмент предпочитает риск неопределенного спреда, если несбалансированное соотношение сроков дает потенциально привлекательные возможности доходов.
267. Процентные маржи отдельного банка изменяются во времени в зависимости от разнообразных факторов, таких как:
- a. портфель активов, включая соотношение кредиты/инвестиции, структуру сроков, риска неплатежа, соотношение активов с фиксированной и плавающей ставкой;
 - b. структура обязательств, включая соотношение депозитов до востребования, срочных и сберегательных депозитов, других приобретенных средств и собственного капитала банка;
 - c. процентные ставки/тренды;
 - d. цены активов (фиксированные против плавающих ставок, спред против стоимости привлеченных средств, и так далее).
268. Во многих странах с высоким процентом инфляции (как в большинстве республик бывшего СССР) банки не были способны производить кредитование по фиксированной ставке (а вкладчики не принимали фиксированных ставок по депозитам). Когда инфляция сопровождается политической и экономической нестабильностью, прогнозирование процентных ставок становится практически невозможным. Управление активами и пассивами банка должно, следовательно, в максимально возможной степени стремиться к балансированию по срокам ресурсов и портфеля активов.
269. Имея на балансе активы и пассивы с фиксированной и плавающей ставкой, банк может оказаться неспособным сбалансировать по срокам ресурсы и все активы, приносящие доходы. Так как у банка есть некоторая свобода выбора между ними, ему следует полностью осознать возможные последствия несбалансированного привлечения фондов, и попытаться развить как можно более софистицированный

уровень прогнозирования процентных ставок.

270. Различные категории банков обычно имеют в тенденции различные уровни процентной маржи. В большинстве западных стран мелкие банки имеют большую процентную маржу, чем крупные. На то есть две причины. Во-первых, мелкие банки обычно имеют большую долю «дешевых» основных депозитов по отношению к активам по сравнению с большими банками, которым часто приходится покупать большую часть пассивов. Во-вторых, мелкие банки часто дают индивидуальные ссуды небольшого размера потребителям, которые часто несут высокий риск и, следовательно, требуют более широко спреда над стоимостью ресурсов⁴.
271. В последние годы возросшее внимание уделялось на Западе кредитоспособности отдельных банков, особенно больших многонациональных банков. В связи с тем, что они время от времени используют рынки публичных долговых обязательств (облигации), чтобы увеличить размер обязательств (т.е. расширить кредитную мощность), их качество как заемщиков официально устанавливается независимыми рейтинговыми агентствами. Эти рейтинги периодически пересматриваются и, в зависимости от выводов, изменяются вверх (более высокий рейтинг) или вниз (более низкий рейтинг). Рейтинги могут быть изменены внезапно, например, как результат неожиданных благоприятных или неблагоприятных событий или происшествий. Для таких банков цена заимствования средств на рынке в значительной степени устанавливается их рейтингом, дифференциалы процентных ставок по займам банков с различными рейтингами публикуются в финансовой прессе. Эти дифференциалы процентных ставок могут изменяться со временем, отражая различные условия спроса и предложения на отдельных рынках для инструментов с различным рейтингом («сегментация рынка»). См. Приложение 23.
272. Кроме изменяющихся спредов в дифференциалах процентных ставок между двумя классами облигаций, часто существует больший дифференциал и большие спреды между облигациями с низшим рейтингом⁵. Эти дифференциалы показывают, что чем выше риск для инвестора, тем более чувствительным он становится к риску и к действительным или кажущимся изменениям на рынке, к качеству управления у заемщика, и к другим имеющим значение факторам.
273. *Управление «гэпом» (разрывам).* Управление гэпом можно определить как управление данными уровнями активов и пассивов, чувствительных к изменению процентной ставки, в балансе банка. Управление гэпом также представляет стратегию, используемую банком и заключающуюся: (а) в максимизации процентной маржи в течение процентного цикла, и (б) в управлении процентным риском через

⁴ Такие банки, по крайней мере в США, можно найти в небольших населенных пунктах в сельскохозяйственных районах, где банковская конкуренция ограничена.

⁵ См. дифференциалы между AA/AAA и Baa/A в Приложении 23.

политику «контролируемого связывания привлеченных ресурсов и их размещения», основанную на той степени приемлемости, которой удовлетворяет прогноз процентных ставок. Западные банки уделяют значительное внимание управлению гэпом, как это можно увидеть в качестве примера в их часто детальных примечаниях в годовых отчетах (см. Приложение 24 и 25).

274. Гэп может быть *положительным* или *отрицательным*. Эффекты изменения процентных ставок в рамках этих двух позиций гэпа, и конкретно в рамках процентной маржи, перечислены ниже:
- a. *активы с изменяющейся ставкой превышают пассивы с изменяющейся ставкой (положительный «гэп»)*
 - i. с падением процентной ставки падает процентная маржа, и
 - ii. с ростом процентных ставок растет процентная маржа.
 - b. *пассивы с изменяющейся ставкой превышают активы с изменяющейся ставкой (отрицательный «гэп»)*
 - i. с падением процентных ставок процентная маржа растет
 - ii. с ростом процентных ставок процентная маржа падает.
275. Степень процентного риска, в которой он влияет на процентную маржу и спред, зависит от размеров гэпа и от направления, скорости и длительности изменения процентных ставок.
276. Опыт показывает, что концепция цикла процентной ставки гораздо проще в теории, чем подтверждена действительным движением процентных ставок в течение делового цикла (протяженность во времени которого также трудно измерить). Короче говоря, труднопредсказуемость движения процентной ставки не раз подтверждалась. Как бы то ни было, движения процентных ставок и курсов облигаций оказались более предсказуемыми, чем колебания рынка акций.
277. Другой пример управления гэпом показан в Приложении 26. Как первый шаг, активы и обязательства разделены на три категории: сбалансированные и связанные по срокам, колеблющиеся и фиксированные. 90-дневный кредит с погашением одним платежом, процентная ставка по которому связана с 90-дневной процентной ставкой по депозитам, представляет операцию со сбалансированным и связанным по срокам финансированием. Сделка с изменяющейся ставкой часто бывает сбалансированной и связанной по срокам, например, двухлетний кредит с периодическими платежами на погашение или без них, но с периодическим, например, ежеквартальным, пересмотром процентов. Чтобы избежать процентного риска, кредитор может принять решение сбалансировать эти кредиты

(сбалансировать суммы, сроки, даты пересмотра процентных ставок по приобретенным деньгам, чтобы обеспечить ресурсами каждый соответствующий сегмент кредита).

278. Не все операции с изменяющейся ставкой позволяют провести балансирование по срокам. Кредит, ставка которого основана на ставке рефинансирования центрального банка, но который финансируется за счет трехмесячного депозита, обычно создает гэп. Наконец, существуют сделки с фиксированной ставкой, когда кредиты с фиксированной ставкой балансируются и связываются с обязательствами с фиксированной ставкой; в данном случае гэп может быть создан или не создан, в зависимости от степени того, насколько сбалансированы и увязаны между собой активы и обязательства.
279. В результате возникновения ситуации с гэпом, как это показано в Приложении 27, менеджмент должен будет управлять активами и обязательствами в зависимости от прогноза процентной ставки. Если, например, ожидается падение процентных ставок, необходимо увеличить долю привлеченных фондов с изменяющейся ставкой под финансирование ссудного портфеля и увеличить долю активов с фиксированной ставкой, и, таким образом, увеличить чистую процентную маржу. Короче говоря, банк захочет уменьшить размер *положительного* гэпа (200 млн. руб.) или, если у них есть уже *отрицательный* гэп, то увеличить его. Если прогноз говорит о повышении процентных ставок, тогда менеджмент захочет увеличить портфель активов с изменяющейся ставкой и увеличить долю ресурсов, полученных под фиксированный процент, т.е. увеличить размер положительного гэпа.
280. В приведенном выше примере менеджмент сумел значительно увеличить размер спреда и чистой процентной маржи. Разумеется, если бы прогноз процентной ставки оказался ошибочным и ставки изменялись бы в противоположном направлении, то результат был бы противоположным: резко уменьшающийся положительный гэп, а также падающие спред и процентная маржа.
281. Прогнозы процентных ставок не превращаются немедленно в действительные изменения ставок. В то время, как *направление* изменения процентных ставок может быть предсказано правильно, *время* предполагаемых изменений может быть определено неточно. Временной аспект прогноза является самым труднопредсказуемым. Применение стратегии гэпов требует процентных циклов, которые были бы достаточно длительными, для того, чтобы воспользоваться преимуществом изменения спреда. Реальный мир не дает банкам неограниченной гибкости в выборе источников финансирования, объектов кредитования, финансовые рынки несовершенны, а заемщики - все более искусны, и часто их прогнозы совпадают с банковскими.
282. *Стратегии гэпа.* Для того, чтобы более полно использовать управление гэпом, разработаны несколько стратегий гэпа.

- a. Поддерживать диверсифицированный по ставкам, срокам, секторам хозяйства портфель активов. Кроме того, как можно больше кредитов и ценных бумаг, которые можно достаточно легко реализовать на рынке.
 - b. Разработать специальные планы операций для каждой категории активов и пассивов для каждого периода делового цикла, т.е. решить, что делать с разными активами и пассивами при данном уровне процентных ставок и изменении трендов движения ставок.
 - c. Не стоит связывать каждое изменение направления движения ставок с началом нового цикла процентных ставок.
283. Примеры стратегий на разных этапах цикла процентных ставок следующие:
- a. *первый этап: низкие процентные ставки (ожидается рост ставок):*
 - i. увеличить сроки заемных средств;
 - ii. сократить кредиты с фиксированной ставкой;
 - iii. сократить сроки портфеля инвестиций;
 - iv. продать инвестиции (ценные бумаги);
 - v. получить долгосрочные займы;
 - vi. закрыть кредитные линии.
 - b. *второй этап: растущие процентные ставки (ожидается достижение вершины в ближайшем будущем):*
 - i. начать сокращение сроков заемных средств;
 - ii. начать удлинять сроки инвестиций;
 - iii. подготовиться к началу увеличения доли кредитов с фиксированной ставкой;
 - iv. подготовиться к началу увеличения доли инвестиций в ценные бумаги;
 - v. рассмотреть возможность досрочного погашения задолженности с фиксированным процентом.
 - c. *третий этап: высокие процентные ставки (ожидается их снижение в обозримом будущем):*

- i. сократить срок заемных средств;
 - ii. увеличить долю кредитов с фиксированной ставкой;
 - iii. увеличить сроки портфеля инвестиций;
 - iv. увеличить размер портфеля инвестиций (с фиксированной ставкой);
 - v. запланировать будущую продажу активов, и
 - vi. сконцентрировать внимание на новых кредитных линиях для клиентов.
- d. *четвертый этап: падающие процентные ставки (ожидается достижение минимума в ближайшем будущем):*
- i. начать удлинять сроки заемных средств;
 - ii. начать сокращение сроков инвестиций;
 - iii. начать увеличение доли кредитов с переменной ставкой;
 - iv. начать сокращение инвестиций в ценные бумаги;
 - v. выборочно продавать активы (с фиксированной ставкой или доходом), и
 - vi. начать планирование увеличения долгосрочной задолженности (с фиксированной ставкой).
284. При рассмотрении вышеприведенных стратегий важно помнить первоочередную задачу банка в любое время: увеличить чистую процентную маржу в рамках установленных политикой банка параметров риска. Тем не менее, процентные ставки и степень риска, присущая активам и обязательствам - это переменные величины, определяемые внешними силами, на которые отдельный банк не может повлиять и будущее направление которых трудно предсказать. Следовательно, управление активами и обязательствами - это непрерывный процесс, требующий привлечения наиболее подготовленных и опытных кадров ресурсов банка. Частный пример того, как банки могут измерить уровень чувствительности процентных ставок, соотнося их к гэпу активов/обязательств по разным категориям сроков погашения, разобран в Приложениях 24 и 25.
285. Прибыльность банка устанавливается не только чистой процентной маржой и контролем затрат, не связанных с выплатой процентов, (включая резерв на неуплату кредитов и списания), но также с получением дохода, не связанного с процентами по кредитам (вознаграждений и комиссионных, доходов от операций с инвалютами).

В значительной степени потенциал получения прибылей от этой категории операций определяется правилами правительства и центрального банка, которые определяют сферу деятельности банка (также как, конечно, ценовым конкретным окружением банка). Там, где законодательство позволяет коммерческим банкам осуществлять операции торговых и/или инвестиционных банков, объем дохода от операций, не связанных с процентами по кредитам, становится довольно значительным, и может служить элементом стабилизации дохода и риска.

Г. Хеджирование ожиданий процентного риска

286. Нейтрализация, или по меньшей мере минимизирование подверженности банка риску не ограничено кредитным риском, портфельным риском, страновым риском или валютным риском. В западных странах, и несомненно в будущем в бывшем Советском Союзе, значительная часть внимания уделяется систематическому контролю и минимизации процентного риска на основе целого ряда все время усложняющихся техник. Несмотря на то, что этот предмет находится вне сферы рассмотрения данной справочной книги, некоторые пояснительные ремарки, связанные с хеджированием, будут, тем не менее уместны.
287. *Концепция хеджирования в управлении процентным риском.* Банки активно лимитируют свою подверженность процентному риску как по активам, так и по обязательствам. Способ, которым это выполняется, заключается главным образом в двух процедурах: использовании *процентных фьючерсов* и *процентных свопов*.
288. *Фьючерсы и процентные фьючерсы.* Термин «фьючерс» относится к специфической форме форвардного контракта, т.е. соглашения между продавцом и покупателем физического товара или финансового актива с одной стороны и клиринговой палаты *фьючерсной биржи* с другой стороны. Фьючерсы включают соглашение продавца поставить определенную сумму физического или финансового актива в определенную будущую дату (дату поставки). Связанное с этим соглашение делается продавцом и заключается в обязательстве заплатить за этот актив в ту же самую будущую дату и по цене, формально согласованной в момент подписания контракта. На основе установления сегодня цены актива относительно будущей поставки, элиминируется процентный риск, связанный с финансированием «будущего» актива.
289. Биржи, на которых торгуются процентные фьючерсы, как и товарные фьючерсы, расположены в главных коммерческих и финансовых центрах промышленного мира. Наиболее крупные из них являются действительно всемирными биржами, где продавцы и покупатели со всего мира совершают сделки, передавая на электронной основе приказы о покупке или продаже членам биржи («брокерам»). Некоторые основные биржи и их особые товары включают - Чикагская товарная биржа (ЧТБ): зерновые, ценные бумаги правительства США,

процентные ставки; Нью-Йоркская товарная биржа (НЙТБ): металлы; Международный денежный рынок Чикагской торговой биржи (ЧТБ): евродоллары и инвалюты; Лондонская Международная биржа финансовых фьючерсов (ЛМФБФФ): валюта и процентные фьючерсы. Характеристики торговли фьючерсами включают:

- a. Стандартизация условий контракта. Кроме цены и числа контрактов, все условия стандартные (размер каждого контракта, даты поставки, маржи, торговые лимиты);
 - b. Исполнение всех контрактов гарантировано клиринговой палатой биржи;
 - c. Для активно передаваемых продуктов существует достаточно объемный вторичный рынок, позволяющий продать контракты до даты поставки (закрывая позицию путем исполнения противоположной сделки).
290. С резким ростом нестабильности процентных ставок на Западе, увеличилась резко и нестабильность цен на кратко- и долгосрочные долговые инструменты. Что касается банков, то растущий спрос на договоры, в которых процентные ставки устанавливались задолго до сроков действительного использования кредита, создал соответствующий спрос на эффективные механизмы хеджирования от риска неожиданных изменений процентной ставки. В противоположной ситуации, банки с будущими процентными обязательствами, размер которых не ясен - например, банк с полученным кредитом в евродолларах с плавающей ставкой (в обязательствах), ставка по которому основана на трехмесячной ставке в евродолларах - может хеджироваться от неопределенной ставки в будущем, заключив фьючерсный контракт (см. пример ниже).
291. *Евродолларовый фьючерсный контракт.* Такие контракты имеют единую номинальную стоимость в 1 млн. долларов США, основаны на трехмесячных евродолларовых депозитах (в основном межбанковских). Они являются одним из наиболее активно торгуемых финансовых фьючерсов, их котировки ежедневно публикуются в западной финансовой прессе.
292. Контракты истекают ежеквартально (в марте, июне, сентябре и декабре) и торговля ими происходит ежедневно. Почти нет контрактов, которые владельцы держали бы до истечения срока, т.к. они используются в основном как средство хеджирования. Последний день продажи - это второй операционный день в Лондоне перед третьей средой месяца поставки. Кассовый расчет основан на средней трехмесячных котировок ЛИБОР произвольно выбранных 12 банков из числа 20 крупнейших банков Лондонского евродолларового рынка в последний день продажи. Ставки берутся дважды: при закрытии торговли фьючерсами и в произвольно выбранный момент времени из последних 90 минут торговли.

293. Пример фьючерсного евродолларового контракта. Предположим, в июне 1994г. Первый Коммерческий Банк (ПКБ) получил от Мидвест банка (МБ), трехлетний кредит в евродолларах с плавающей ставкой на 25 млн. долларов, по ставке на 1 процент выше 90-дневной ставки ЛИБОР. Следующая дата пересмотра ставки - 20 сентября 1995 года, которая оказалась также датой поставки в сентябре 1995 года фьючерсного контракта в евродолларах.
294. На совещании во вторник, 27 июня 1995 года комитет по управлению активами и обязательствами ПКБ решил, что по всей вероятности, 90-дневные ставки по евродолларам возрастут с сегодняшнего дня до даты поставки в сентябре с текущего уровня в 6% годовых до 6.4% годовых. Банк решает хеджировать себя от риска роста и приказывает сотруднику казначейского департамента продать евродолларовый фьючерсный контракт.
295. На следующий день, 28 июня 1995 года, казначей связывается со своим брокером в Чикаго и узнает, что евродолларовый 90-дневный контракт на сентябрь котируется по стоимости 93.9 (отражающей ожидание рынком положительной краткосрочной кривой доходности). Т.к. ПКБ ожидает рост ставки на 40 базовых пунктов в течение следующих нескольких месяцев, т.е. другими словами падения цены сентябрьских фьючерсов до 93.5, сотрудник приказывает продать десять контрактов на сентябрь. Почему?
- a. Выплата процентов ПКБ Мидвест банку при 6% годовых, будет равна 375 000 долларов за квартал сентябрь-декабрь 1995г. С другой стороны, если ставка возрастет до 6.4%, обязательство возрастет до 400 000 долларов или на 25 000 долларов дополнительно. Эти 25 000 долларов - как раз то, от чего ПКБ хочет хеджироваться.
 - b. Менеджмент ПКБ ожидает роста сентябрьских ставок ЛИБОР на 40 базовых пунктов от настоящего уровня в июне. Каждый базовый пункт или «тик» стоит 25 долларов для трехмесячного евродолларового 1 000 000 контракта (100 долларов в год). 40 базовых пунктов, следовательно, стоят 40x25\$ за контракт. Продажа 25 контрактов достаточна для полного хеджирования возможности роста на 40 пунктов процентной ставки.
296. Если прогноз ПКБ был правильным, ПКБ заключит сделку, *обратную первоначальной, и купит 25* контрактов (чтобы покрыть первую продажу) по индексной цене 93.5. Таким образом, банк получает прибыль в 40 базовых пунктов, на контракт в год или 25 000 долларов за 25 контрактов за один квартал - сумма, на которую ожидался рост процентного обязательства. Короче говоря, благодаря решению о хеджировании процентных ставок, банк смог получить эффективную годовую ставку в 6% на евродолларовый кредит в сентябре/декабре 1995г.

297. Если бы прогноз ПКБ оказался неверным и процентные ставки упали, а не поднялись? Банк потерял бы деньги на сделке с фьючерсами, однако выиграл бы с точки зрения процентов.
298. *Наблюдения:*
- a. Хеджирование дает защиту от будущих прибылей или убытков, несмотря на то, был ли прогноз правильным, или нет.
 - b. ПКБ мог повторять операции с фьючерсами для каждого сегмента кредита, т.к. цены котируются для контрактов вперед до декабря 1998 года и далее.
 - c. Будущие обязательства по процентам можно хеджировать так же, как и требования и основные суммы погашения долга.
 - d. Фьючерсные контракты необходимо закрыть - путем совершения обратной сделки - до даты поставки, т.к. в противном случае сторона, подписавшая контракт, должна будет осуществить или принять поставку контракта целиком.
 - e. Маржевые платежи за фьючерсные контракты подлежат оплате в течение примерно пяти операционных дней после заключения контракта, они составляют 5-10% от размера контракта
 - f. Расходы по сделке и другие затраты снижают реальный доход от сделки с фьючерсами. Они включают необходимость поддержания счета у брокера, из которого выплачивается брокерское вознаграждение и комиссия, включая возможные дополнительные маржевые платежи, если цены фьючерсов движутся против начальной цены контракта контракты «сравниваются с рынком» - переоцениваются - в конце каждого операционного дня.
 - g. Небольшой процент выплачивается по счету у брокера.
299. Финансовые фьючерсы и другие так называемые «производные инструменты» (продукты, возникающие из лежащих в их основе финансовых активов и обязательств) имеют сложный характер и требуют большого времени и усилий для понимания. Однако, быстро растущая важность этого инструмента требует, чтобы руководство банка и казначейский департамент были достаточно знакомы с ними для использования в управлении активами и обязательствами. Эти процедуры хеджирования - с практической точки зрения - предполагают большие суммы (исходя из стандартов, принятых в бывшем Советском Союзе) и поэтому эти операции ограничиваются более крупными финансовыми институтами и нефинансовыми предприятиями. Тем не менее, на Западе 25-миллионный контракт в долларах США признается маленьким; например, ежедневный объем таких сделок на Чикагской товарной бирже составляет до 1 трлн. долл. США

Г. Процентные свопы

300. За последние 15 лет процентные свопы стали одним из наиболее быстро растущих видов финансовых производных, используемых большинством Западных банков. Процентный своп - это просто контрактное соглашение между двумя сторонами, например, коммерческим банком и одним из его корпоративных клиентов, об обмене процентными платежами начисленными на определенную, заранее оговоренную воображаемую (фиктивную) сумму. Или, более конкретно, одна сторона заплатит другой стороне фиксированный процент на оговоренную воображаемую сумму и получит платеж по плавающей процентной ставке (обычно базирующейся на ставке ЛИБОР) от другой стороны. Назначением процентного свопа является улучшение управления риском процентной ставки и/или снижение общих затрат по займу.
301. Типичные характеристики процентного свопа включают:
- a. *Величина*: от 1 000 000 \$ до 500 000 000 \$, с большинством свопов, варьирующих между 25 и 100 миллионов долларов США.
 - b. *Срок*: от одного до пятнадцати лет, но обычно от двух до пяти.
 - c. *Применение*: свопы могут быть применены, как к уже существующим, так и к новым кредитам.
 - d. *Качество кредита*: для того, чтобы валютный своп стал возможен, необходимо наличие значительной разницы в качестве кредита между участвующими сторонами, что отражается в дифференциале заемной процентной ставки в 0.75% и более.
 - e. *Плавающая/фиксированная ставка*: в свопе сторона, уплачивающая процент по плавающей ставке, обычно является стороной с более высоким рейтингом; она получает *фиксированный процентный платеж* от стороны с меньшим кредитным рейтингом.
302. Пример процентного свопа приведен в Приложении 28. Международный банк (МБ) предлагает процентный своп корпорации АБ для того, чтобы: (а) предоставить АБ более дешевые средства на 7 лет, чем корпорация смогла бы получить сама из-за своего низкого рейтинга; (b) закрепить ставку финансирования на 6-месячный ЛИБОР; и (с) получить от АБ комиссию 1.0% за организацию свопа. Для этого необходимо предпринять следующие шаги:
- a. МБ договаривается с долгосрочным кредитором, например, иностранным банком, о предоставлении кредита на заранее оговоренную с МБ сумму (50 млн. \$) на 7 лет по фиксированной ставке 8.5%; АБ соглашается выплачивать процент по этому кредиту МБ.

- b. АБ одновременно выпускает 180-дневные коммерческие бумаги на общую сумму 50 млн. \$ по рыночной ставке 3.25%; МБ соглашается выплачивать АБ 6-месячную ставку ЛИБОР (3.5%).
- c. АБ выплачивает МБ вознаграждение в размере 1.0% за организацию свопа еще до завершения сделки.

303. *Результаты:*

- a. *Для АБ:*
 - i. корпорация с сэкономила 75 базовых пунктов на фиксированности свопа⁶;
 - ii. АБ заработала 25 базовых пункта на разнице между ставкой по коммерческим бумагам, которую необходимо заплатить (3.25%) и ставкой ЛИБОР, которую она получает от МБ (3.5%);
 - iii. расходы на вознаграждение (1.0%) значительно меньше расходов по выпуску евродолларовых облигаций на 7 лет.
- b. *Для МБ:*
 - i. сразу вознаграждение в размере 500 000 \$; и
 - ii. возможное сбережение на стороне ЛИБОР сделки (банку возможно пришлось бы заплатить ЛИБОР плюс 1/8%, если бы ему пришлось занимать на рынке ЛИБОР самому).

304. *Комментарии:*

- a. Почему ЛИБОР готов заплатить ставку ЛИБОР, если он сам может занять на более дешевом рынке коммерческих бумаг? Объяснение: у него нет неограниченного доступа на этот рынок и, кроме того, банк возможно заинтересован при этих обстоятельствах в том, чтобы профинансировать по крайней мере часть своих кредитов, привязанных к ЛИБОР, через средства, занятые по этой ставке.
- b. В этом примере фактические суммы были получены АБ и МБ в качестве кредитов; тем не менее, устраиваются свопы для уже *существующих* статей баланса. В таком случае речь идет о истинно воображаемых суммах заимствований.
- c. Какой риск заключается в свопе? Конечно же, риск потенциального неплатежа. В таком случае, обязательство выплачивать проценты прекращается для той стороны, которая не виновата в неуплате.

⁶ Ей пришлось бы платить по крайней мере 9.25% за средства на семь лет, принимая во внимание ее низкий кредитный рейтинг.

Любой риск финансирования, связанный со свопами, обычно может быть нейтрализован посредством хеджирования.

Вставка VIII.1

Хеджированные статьи⁷

(в миллионах долларов США)

Финансовые инструменты	Сумма	Процентные свопы	Фьючерсные контракты	Валютные контракты
Ссуды	1001	649	2033	-
Ценные бумаги	601	100	4452	-
Депозиты	579	579	-	-
Прочие заимствованные фонды	717	717	-	-
Долгосрочный долг	275	275	-	-
Секьюритизация кредитных карт	450	450	-	-
Иностранные инвестиции	212	-	-	-

305. *Заключение.* Вставка VIII.1 представляет пример того, как банк может отчитываться о своих хеджевых операциях. Объем ссуд, которые захеджированы, представляет, в действительности, очень небольшой процент от общего объема ссуд; например, меньше 4% ссуд банка и примерно 15% банковского ссудного портфеля. Тем не менее, это не означает, что «нехеджированная» доля - те активы, которые не покрыты процентными свопами или фьючерсами - подвержены процентному риску. Например, в упомянутые суммы не включен несомненно большой процент ссуд с переменной ставкой или выданных под связанное (сбалансированное с ними) привлечение ресурсов.

⁷ The Bank of New York Company, Inc. Annual Report 1993, p. 28