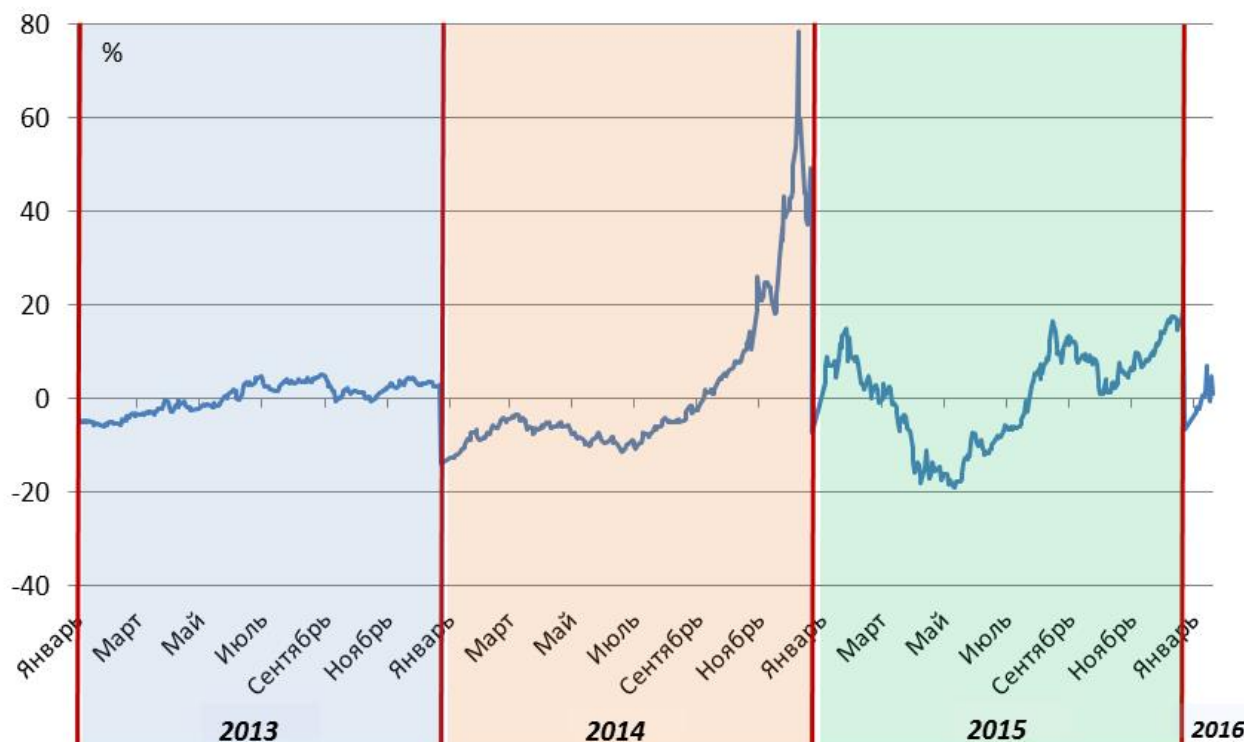


## **ВОЛАТИЛЬНОСТЬ КУРСА РУБЛЯ И НЕОБХОДИМОСТЬ РАЗВИТИЯ ПРАКТИКИ ХЕДЖИРОВАНИЯ**

С 10 ноября 2014 г. Банк России упразднил ранее действовавший механизм курсовой политики и объявил о том, что формирование курса рубля теперь будет происходить под влиянием рыночных факторов. Переход к свободному курсообразованию хотя и ожидался, но официально планировался позднее, с 1 января 2015 г. С тех пор ситуация на валютном рынке существенно изменилась.

**Одним из важнейших последствий перехода к свободному курсообразованию стала возросшая волатильность.** Например, в качестве одного из показателей волатильности на валютном рынке может использоваться отклонение курса рубля к доллару США от среднего значения за год. Данные по курсу рубля к доллару в 2013-2015 гг. показывают, что волатильность на валютном рынке выросла в 2014-2015 гг. в несколько раз по сравнению с 2013 г. Например, на рис. 1 также представлено отклонение курса рубля по итогам каждого торгового дня в процентах от среднегодового (за каждый год). Заметно, что в 2013 г. среднее отклонение составляло 2,8%, то в 2014 г., на фоне резкого обвала курса рубля, оно достигло 11,5%, а в 2015 г. – 8,9% (рис. 1).

**Рис. 1. Отклонение курса рубля к доллару США от среднего значения за год, %, 2013-2016 гг.**



Источник: расчеты ИКСИ по данным Банка России

Последующее повышение ключевой ставки Банк России объяснял во многом необходимостью борьбы с валютными спекуляциями. Но рост волатильности курса сам по себе был фактором привлекательности для спекуляций, и повышение ставок вряд ли могло ее значительно снизить.

**Но для бизнеса в реальном секторе ситуация резко изменилась в негативную сторону.** При обсуждении перехода к свободному курсообразованию крайне мало внимания уделялось важной проблеме – производственной зависимости российской экономики от импорта и умению бизнеса валютным риском управлять. И этом несмотря на то, что фактически, отказ от регулирования курса означал перераспределение валютного риска в экономике от Банка России в сторону бизнеса и населения. Отказ от регулирования курса

лишил бизнес ориентиров, но при этом шагов, которые бы способствовали повышению качества управления валютным риском бизнеса, в первую очередь малого и среднего, предпринято не было.

Однако производственная зависимость российской экономики от импорта является довольно высокой – от курса рубля зависит существенная часть издержек на импортное оборудование, материалы, комплектующие. Так, доля расходов только на импортные сырье, материалы и комплектующие с 2006 по 2013 г. по экономике в целом выросла с 8,5% до 14,7% расходов предприятий. При этом в промышленности она достигла 15,9% (в обрабатывающей – 16,8%), в транспорте и связи – 16,8%<sup>1</sup> (Березинская, Ведев, 2015). Таким образом, для значительной части компаний наличие ориентиров по валютному курсу является исключительно необходимым фактором, позволяющим прогнозировать свою деятельность.

В результате, рост волатильности курса рубля оказал и оказывает значительное негативное влияние на ситуацию в российской экономике по целому ряду каналов. Например, рост волатильности курса рубля способствует повышению темпов инфляции. Это связано с тем, что производители вынуждены поднимать цены для компенсации убытков от курсовой переоценки или же вынуждены закладывать худший сценарий изменения курса рубля на ближайшие периоды. Кроме того, рост волатильности курса рубля поставил под угрозу или привел к отказу от реализации многих инвестиционных проектов, которые предполагали существенную часть затрат, зависящих от курса рубля к иностранным валютам. В условиях, когда общая сумма затрат по проекту может значительно колебаться, реализация проектов оказывается излишне рискованным делом.

**В развитой экономике проблема волатильности цен на те или активы (в том числе курсы валют) может быть в значительной степени решена через использование производных финансовых инструментов (в данном случае инструментов срочного рынка).** Вместе с тем, в России использование инструментов срочного рынка имеет свои проблемы.

Во-первых, это низкий уровень осведомленности как в целом населения, так и представителей бизнеса о возможностях и ограничениях применения инструментов срочного рынка. Низкий уровень финансовой грамотности населения довольно часто отмечается по результатам тех или иных опросов. Вместе с тем, по сообщениям представителей многих банков, осведомленность руководителей малого и среднего бизнеса о данных инструментах и возможностях их применения в деятельности компаний, также крайне мала (хотя и выросла после обвала курса рубля и роста волатильности на рынке). Более того, проблемы существуют и у крупных компаний, хотя в большей степени они связаны не с незнанием инструментов, а с их надлежащим использованием. Так, по подсчетам «Ведомостей», убытки от переоценки стоимости производных финансовых инструментов 58 компаний из основных отраслей промышленности, потребительского и телекоммуникационного секторов в 2014 г. – I полугодии 2015 г. составили порядка 290 млрд. руб. В результате, это заставило Банк России задуматься о необходимости повышения уровня раскрытия информации о сделках с производными инструментами в целях предоставления компаниям своевременных консультаций о возможных последствиях заключения данных сделок. К сожалению, только сейчас.

Во-вторых, высокая стоимость хеджирования. Например, в случае фьючерсных контрактов стоимость хеджирования будет складываться не только из издержек на совершение сделок, но и, например, из необходимости внесения гарантийного обеспечения по контракту. При этом с учетом высокой волатильности курса участник рынка должен будет зарезервировать для себя примерно в 3 раза больше средств, чем изначально необходимо (для поддержания позиции). На настоящий момент величина гарантийного обеспечения составляет 12,5% от стоимости контракта. Таким образом, для реализации сделки потребуется привлечь средства не менее 37,5% от размера позиции (при текущем уровне процентных ставок). Вместе с тем, еще в июле 2014 г. величина гарантийного обеспечения составляла лишь 4,5% от стоимости контракта. Кроме того, стоимость хеджирования будет определяться разницей между ценой фьючерсного контракта и текущей ценой (величиной валютного курса). Стоимость хеджирования с помощью фьючерсных контрактов, определяемая данным фактором, также существенно выросла – с 6-7% годовых (по шестимесячному контракту) в начале 2014 г. до 8-9% в начале 2016 г. (хотя в январе 2015 г. она поднималась до уровня свыше 20% годовых) (рис. 2). Таким образом, в сумме использование фьючерсных контрактов для хеджирования изменений курса рубля оказывается довольно дорогим.

Хеджирование с помощью опционных контрактов также влечет за собой значительные издержки. Так, если в начале 2014 г. стоимость хеджирования (исходя из размера премии по шестимесячному опциону) составляла около 4% годовых, то в конце января 2016 г. она превышает 23% годовых (в начале 2015 г. она взлетала до примерно 40% годовых) (рис. 3).

<sup>1</sup> Березинская О., Ведев А. Производственная зависимость российской промышленности от импорта и механизм стратегического импортозамещения // Вопросы экономики. 2015. No 1. С. 103–115.

Рис. 2. Стоимость хеджирования с помощью фьючерсных контрактов



Рис. 3. Стоимость хеджирования с помощью опционов



Источник: расчеты ИКСИ по данным Московской биржи

Вместе с тем, данный инструмент может и должен активно применяться российскими компаниями. Безусловно, стоимость хеджирования резко возрастает в периоды повышенной волатильности курса, но значительно падает при снижении волатильности. Использование данных инструментов в более спокойные периоды будет в значительной степени способствовать смягчению негативных последствий его резкого изменения в будущем. А учитывая высокую степень зависимости курса рубля от динамики котировок цен на нефть, защита от резких колебаний на этом рынке является необходимой. И в ближайшие годы эта необходимость будет сохраняться.

Однако расширение использования производных инструментов является невозможным без усилий мегарегулятора финансового рынка – Банка России. Как уже отмечалось, одной из проблем в использовании данных инструментов является низкий уровень осведомленности о них и качества управления рисками. Кроме того, об этом несколько раз в течение 2015 г. заявляли и представители Банка России. Таким образом, следовало бы ожидать активных действий Банка России в этом направлении.

Однако в проекте Основных направлений развития и обеспечения стабильности функционирования финансового рынка Российской Федерации на период 2016-2018 гг., представленном на сайте Банка России, об этом ничего не говорится. В тексте документа указывается на необходимость совершенствования законодательства в области внебиржевых производных инструментов (со сроком реализации в 2018 г.), о необходимости повышения финансовой грамотности населения. Однако развитие финансовой грамотности бизнеса, необходимость повышения роли финансового рынка в хозяйственной деятельности бизнеса в документе не рассматриваются.