

Ключевые слова:

финансовые риски, управление рисками, фондовый рынок, денежный рынок, дефолт, ценные бумаги

С. И. Тараканов, к. ф.-м. н.,

доцент кафедры «Фондовые рынки»

Академии бюджета и казначейства Минфина России

(e-mail: fondr@abik.ru)

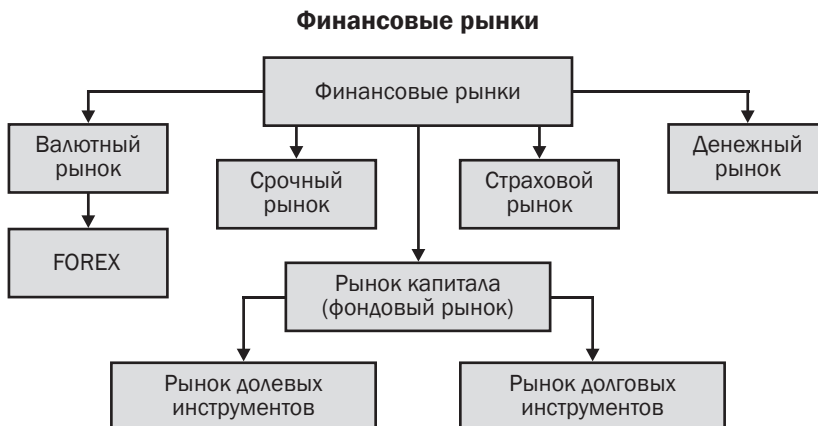
Риск-менеджмент на финансовых рынках

Риск-менеджмент — сравнительно новое направление современного менеджмента. В последние десятилетия он активно применяется в развитых странах как один из действенных инструментов управления. В России практика управления рисками распространена недостаточно широко. Однако в условиях повышения уровня рисков, особенно на финансовых рынках, использование приемов и методов риск-менеджмента приобретает все более важное значение.

Риск-менеджмент на финансовых рынках имеет свои особенности. В этой сфере возможность применения его общих установок существенно ограничена. В то же время на финансовых рынках значительную роль играют **активные методы управления риском**.

Выбор тех или иных методов во многом зависит от типа финансового рынка, на котором планируется их применение. Единой классификации финансовых рынков не существует. В данной работе использована распространенная схема (рис. 1), в которой финансовые рынки разделены на шесть групп в зависимости от вида финансовых инструментов.

Рисунок 1



Источник: Финансовые инструменты бизнеса (<http://www.fintools.ru/>).

Суть риск-менеджмента — это « ...поиск и организация работы по снижению степени риска, искусство получения и увеличения дохода в неопределенной хозяйственной ситуации»¹. Средства и приемы риск-менеджмента также хорошо известны: избежание, удержание и передача риска; диверсификация, лимитирование, хеджирование, страхование, самострахование и т. д. Это обычные, естественные ограничительные (защитные) меры. Перечисленные средства и приемы, кроме страхования, субъект риск-менеджмента может использовать исключительно по собственной воле, то есть когда сочтет нужным, и в той мере, в какой он хочет уберечься от риска. Однако их применение нельзя отнести к искусству увеличения дохода. На финансовых рынках могут применяться специфические методы, способствующие увеличению дохода. Это **активные методы**, правильное использование которых может принести дополнительную прибыль. К таковым относятся, например, сложные решения с использованием методов фундаментального и технического анализа², а также другие решения и методы, которые будут рассмотрены ниже.

Любой субъект (участник) финансовых рынков несет определенный риск и желает не только его снизить, но и получить прибыль. Поэтому каждый участник в той или иной степени занимается риск-менеджментом. Перечислим основных субъектов управления рисками на каждом рынке в соответствии со схемой (рис. 1).

Для рынка долевых инструментов: эмитенты акций и акционеры (продавцы и покупатели).

Для долговых инструментов: эмитенты облигаций (государство, корпорации) и владельцы облигаций.

Для денежного рынка: кредиторы и заемщики (в том числе государство); две стороны договора банковского депозита — банк и клиент; государственные корпорации и их партнеры и т. д.

Для страхового рынка: страховщики и страхователи.

Для валютного рынка: эмитенты валюты (государство), покупатели и продавцы валюты.

Для срочного рынка: продавцы и покупатели срочных контрактов; рынок CDS (Credit Default Swap) здесь не рассматривается.

Как известно, риски, которым подвергаются субъекты, можно разделить на две группы. К первой группе относятся риски, напрямую связанные с деятельностью субъекта. Например, он сам выбирает, сколько и в какие бумаги инвестировать, какую валюту и в каком количестве приобрести (а может быть, открыть депозит в банке), каким объемом и с каким сроком погашения провести эмиссию государственных ценных бумаг и т. д. Вторая группа рисков существует объективно, независимо от желания субъекта и возникает вследствие изменений на макроэкономическом уровне. Это цикличность развития экономики, фискальные и монетарные мероприятия, проводимые каждым государством и т. д. Но самое неприятное то, что риски второй группы зачастую инициируют риски первой.

Для одних субъектов, таких как рядовые инвесторы, последствия от реализации рисков носят локальный характер. Для других, таких как государство (например, в случае, когда оно выступает как эмитент ценных бумаг), последствия могут иметь глобальный характер — в некоторых случаях возникает угроза дефолта. Россия уже пережила дефолт в 1998 г. Риск дефолта отчетливо просматривается у члена ЕС — Греции. Для спасения ее экономики ЕС вместе с МВФ приняли решение выделить Греции кредит в €110 млрд. В этой связи вызывает также беспокойство экономическое состояние других стран ЕС — Испании, Португалии, Ирландии. Последствиями их тяжелого экономического положения может стать исчезновение основной валюты Евросоюза или даже его распад.

¹ Балабанов И. Т. *Риск-менеджмент*. — М.: Финансы и статистика, 1996.

² Мэрфи Д. Дж. *Технический анализ фьючерсных рынков*. — М.: Сокол, 1996.

Из перечисленных выше приемов снижения степени риска на финансовых рынках использовать можно все и в любых ситуациях, за исключением одного — страхования. Здесь мало только желания субъекта застраховаться от риска. Нужно, чтобы соответствующий вид страхования присутствовал в лицензируемом списке видов страхования у страховой компании. Кроме того, если этот вид страхования окажется в списке, будут ли удовлетворять субъекта риск-менеджмента тарифы и условия договора страховой компании? Более того, можно очень детально и всесторонне разбирать и схематизировать финансовые риски, как и любые другие, но большинство из них практически никогда не присутствует среди видов страхования в лицензиях у страховых компаний. Из огромного перечня финансовых рисков страховые можно пересчитать по пальцам. В этом легко убедиться, если обратиться в какую-нибудь страховую компанию, например крупнейшую в России — ОСАО «Ингосстрах». Эта компания занимается следующими видами страхования финансовых рисков: титульным, а также страхованием риска отмены массовых, культурных, спортивных и иных зрелищных мероприятий; риска по торговым кредитам (кредитный риск).

В некоторых случаях требования к страхованию рисков установлены на законодательном уровне. А именно, в п. 2 ст. 928 Гражданского кодекса Российской Федерации говорится: «Не допускается страхование убытков от участия в играх, лотереях, пари». В других случаях просто нелогично вносить законодательные ограничения. Например, никто не будет страховать юридических и физических лиц от изменения ставки рефинансирования. Изменение последней приводит либо к повышению рынка ценных бумаг, либо к его понижению, а значит, к инвестиционным потерям. То есть риск частичной утраты стоимости портфельных инвестиций в данном случае реализуется, но застраховать его невозможно, так как это обычная операция Центрального банка России (и, соответственно, Федеральной резервной системы США) в рамках денежно-кредитной политики. Или, например, никто, в том числе государство, не будет страховать риск потерь граждан России от вложений средств в так называемые народные IPO (акции ОАО НК «Роснефть», ОАО «Сбербанк России», ОАО «Банк ВТБ»)³. В последнем случае пришлось бы страховать потери всем нерезидентам, а значит, менять законодательство. Если предположить, что такое страхование будет реализовано, то в этом случае, по логике, нужно страховать и от высокой прибыли, которую могли бы получить граждане, вовремя продав эти акции. Кто должен будет взять на себя эту миссию? Государство в лице какого-нибудь фонда? Создавать фонды, которые могли бы возмещать потери инвесторам, тоже не стоит. Создание АСВ (агентство по страхованию вкладов) — совсем другой случай. В данном случае в договоре банковского вклада банк обязуется возвратить внесенные денежные средства вместе с процентами. На фондовом рынке гарантировать какую-нибудь конкретную доходность невозможно, и страховать от колебаний рынка — тоже. Это зона повышенного риска.

Определить эффективность активных методов управления риском довольно сложно. Те участники рынка, которые получают дополнительную прибыль, применяя элементы технического и фундаментального анализа, не раскрывают и не раскроют своих секретов, что совершенно оправданно. Тем не менее некоторые примеры, позволяющие оценить эффективность этих методов, будут приведены. Иное дело — другие активные действия или приемы, например, связанные с управлением госдолгом. В этом случае все действия совершаются публично, поэтому их эффективность можно оценить.

АКТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ ГОСДОЛГОМ

В рамках классификации, приведенной на рис. 1, активные приемы могут использоваться на денежном рынке или на рынке долговых инструментов. Субъект управления в России — государство (в других странах субъектом управления может быть

³ Тараканов С. И. Народные IPO. Об инвестировании средств физических лиц // Академия бюджета и казначейства Минфина России. Финансовый журнал. — 2010. — № 1.

специальное агентство или др.). Риски дефолта в этом секторе велики. Так, по данным, приведенным в энциклопедии Кругосвет⁴, в период с 1975 по 2003 гг. дефолт по банковским долгам объявляли 75 стран; дефолт по обязательствам в национальной валюте — 12 стран; дефолт по обязательствам в иностранной валюте — 76 стран. В их число попали Аргентина, Бразилия, Хорватия, Россия... Сейчас угроза дефолта нависла и над другими европейскими странами. В ситуации, когда финансовый кризис еще не преодолен, кредитоспособность многих государств ухудшается. Об этом свидетельствует тенденция роста величины, равной отношению госдолга к ВВП. Приемы активного управления госдолгом подробно описаны в работе Б. И. Алехина⁵. Назовем основные: обмен, выкуп, досрочное погашение. На внутреннем российском рынке долговых инструментов такие операции проводит Банк России.

На внешнем рынке сложную и успешную операцию по досрочному погашению долга Парижскому клубу Россия осуществила в 2005 г. В рамках классификации (рис. 1) эта операция относится к денежному рынку. Первоначально договоренности с Парижским клубом о досрочной выплате долга отсутствовали. Но после длительных и сложных переговоров соглашение было подписано и реализовано. Экономия на процентных платежах за 2005–2013 гг. Парижскому клубу благодаря досрочному погашению долга составила около \$6 млрд⁶. Что касается активных операций на долговом рынке, то многие государства успешно проводили программы конверсии внешней задолженности в инвестиции (debt-equity swaps), операции по выкупу долга и др.

ПРИМЕНЕНИЕ ФУНДАМЕНТАЛЬНОГО АНАЛИЗА

Метод используется на всех финансовых рынках, но особенно широко — на валютном и фондовом рынке. На валютном рынке непрерывно анализируются макроэкономические показатели развития стран. Среди этих показателей наиболее важными являются инфляция и состояние текущего платежного баланса государства. Детальное изучение этих показателей дает возможность спрогнозировать движение курсов валют. Что касается фондового рынка, приведем следующий простейший пример: ценовое движение обыкновенных акций ОАО «Банк ВТБ» за период 2008–2009 гг. Понятно, что на стоимости акций сказался мировой кризис. Но степень падения этих акций была самой значительной среди наиболее ликвидных акций России. Здесь свою лепту внесли отчетные данные банка, составляющие основу фундаментального анализа. Начиная с III квартала 2008 г., пять кварталов подряд банк показывал чистый убыток по МСФО⁷. В 2008 г. росли просроченная задолженность, доля просроченных кредитов, объем реструктурированных кредитов и т. д. Эта тенденция наблюдалась как в краткосрочной перспективе, так и в среднесрочной. Неудивительно, что самого «дна» акции банка достигли в январе-феврале 2009 г. Но и до III квартала 2008 г. появлялись тревожные сигналы. Например, в январе 2008 г. ВТБ получил чистый убыток по РСБУ. Объяснение этому со стороны банка было, но все равно на котировках это отразилось.

Отметим, что именно в соответствии с отчетными данными и можно было применить радикальное средство разрешения риска — избежание⁸, т. е. отказ от инвестирования средств в акции ОАО «Банк ВТБ» в этот период времени. Реализация такого подхода, основанная на простом умозаключении или интуиции без учета данных фундаментального

⁴ *Онлайн-энциклопедия Кругосвет* (http://www.krugosvet.ru/enc/gumanitarnye_nauki/ekonomika_j_pravo/DEFOLT.html).

⁵ *Алехин Б. Государственный долг. Учебное пособие для студентов Академии бюджета и казначейства. — 2007* (<http://abik.ru/...../gosdolg.pdf>).

⁶ *Кудрин А. Государственный долг России. Перемена декораций // Рынок ценных бумаг. — 2006. — № 3.*

⁷ *ВТБ оставил прибыль на следующий год // Коммерсант. — 2009. — 18 декабря.*

⁸ *Балабанов И. Т. Риск-менеджмент. — М.: Финансы и статистика, 1996. — С. 63.*

анализа, относится к области фантазии, если речь не идет об отказе работать на фондовом рынке вообще. Точно так же следовало пересмотреть пропорции диверсифицированного портфеля, т. е. границы лимитирования инструментов фондового рынка до момента получения новых данных фундаментального анализа.

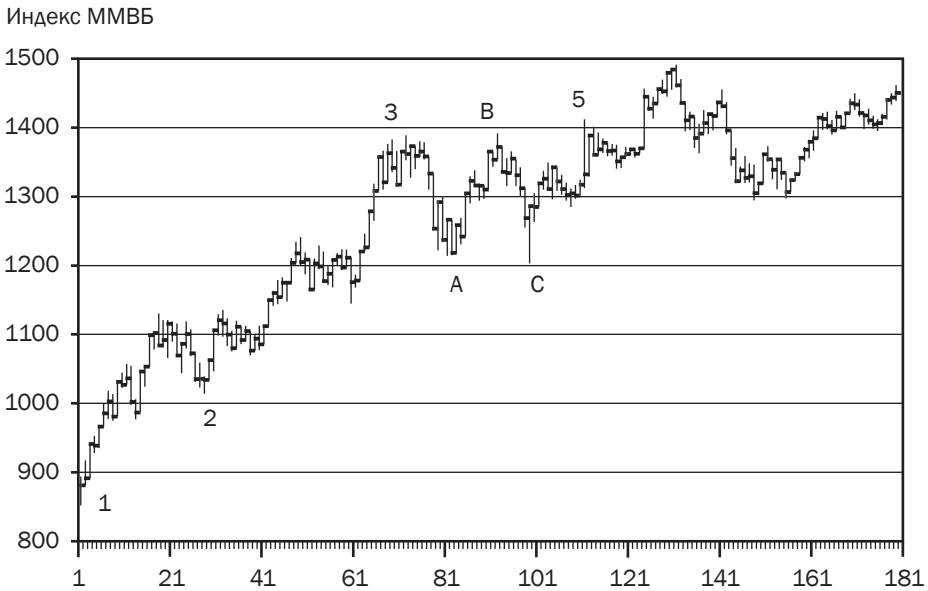
ПРИМЕНЕНИЕ ТЕХНИЧЕСКОГО АНАЛИЗА

Метод используется на всех финансовых рынках, но наиболее широко — на валютном рынке и рынке акций. Технический анализ более динамичен, чем фундаментальный, так как отчетность эмитентов выходит несколько раз в году, а результаты торгов появляются в открытом доступе каждый рабочий день. Поэтому корректировать использование средств и приемов риск-менеджмента (диверсификация, лимитирование) следует чаще. Впрочем, последнее зависит от выбранной стратегии инвестора. Получить достоверные цифры, касающиеся эффективности использования этого метода, также сложно по причинам, приведенным выше — никто не будет делиться информацией о том, как получать прибыль, играя на рынке. Следует подчеркнуть, что привлечение технического анализа для не слишком грамотных инвесторов обернется только увеличением рисков. Однако, если инвестор имеет большой многолетний опыт и обладает высокой квалификацией, то можно ожидать значительного увеличения прибыли. Доходность операций на рынке акций может достигать 50–100 % годовых и более.

Рассмотрим возможность применения технического анализа на примере изменения индекса ММВБ с 13 июля 2009 г. по 1 апреля 2010 г. Можно утверждать, что движение индекса отражает изменение рыночной стоимости диверсифицированного портфеля акций (при условии, что портфель более чем на 70 % состоит из акций компаний, входящих в индекс ММВБ). На рис. 2 это изменение представлено графиком баров (в нашем случае — HLC bar)⁹.

Рисунок 2

Изменение индекса ММВБ во времени



⁹ Тараканов С. И. Народные IPO. Об инвестировании средств физических лиц // Академия бюджета и казначейства Минфина России. Финансовый журнал. — 2010. — № 1.

Каждый бар (на графике — вертикальная черта) соответствует определенному торговому периоду, в данном случае — дневной торговой сессии на ММВБ. Дата 13 июля 2009 г. выбрана не случайно. Число 13, как и понедельник, никакого отношения к делу не имеет. Два важных события было зафиксировано в этот день с точки зрения технического анализа. Во-первых, локальное минимальное значение индекса достигло такого уровня, что его сравнение с предыдущими максимальным и минимальным значениями индекса с помощью коэффициентов Фибоначчи позволяло сделать предположение о продолжении повышательной тенденции. Во-вторых, на начавшийся сильный разворот рынка вверх показывали и некоторые рыночные индикаторы. Дальнейшее развитие событий подтвердило этот прогноз.

На графике представлена «бычья» (повышательная) фаза цикла Эллиота (см. волны Эллиота¹⁰). Чтобы понять движение индекса ММВБ в этой фазе, дадим некоторые пояснения. Согласно теории Эллиота, «бычья» фаза состоит из трех волн импульса (роста) и двух волн коррекции (изменение значений индекса против тренда). При этом все волны импульса состоят из пяти волн меньшего размера, а волны коррекции — из трех.

Проанализируем, как нужно было вести себя на рынке в соответствии с закономерностями «бычьего» тренда. Сразу после точки разворота следовало делать покупки, так как первая волна — всегда волна роста. Затем (естественно, после коррекции) от точки 2 снова последовало движение вверх — это третья (импульсная) волна. Точка 2 — еще одно возможное время для покупок. После этого закономерно началась коррекция — это четвертая волна (ABC). Еще одно теоретическое отступление: волны коррекции могут быть зигзагообразными, плоскими, треугольными и т. д. В нашем случае коррекция ABC представляет собой вариант плоской (flat) волны — нетипичную (irregular) волну.

Одной из удачных точек для покупок была точка С. После этого опять последовало пятиволновое движение вверх, и в точке 5 следовало продать акции и ждать, когда появится новая картина, из которой стало бы понятно, что делать дальше.

Подобный алгоритм действий часто выбирают инвестиционные компании, которые в результате получают возможность минимизировать риск падения текущего дохода инвестиционного портфеля.

Таким образом, применение активных методов может не только снизить риски при выполнении операций на финансовых рынках, но и принести дополнительную прибыль. Эти методы также могут в некоторых случаях подсказать, каким образом с наибольшей эффективностью использовать традиционные приемы риск-менеджмента.

Библиография

1. Балабанов, И. Т. Риск-менеджмент. — М.: Финансы и статистика, 1996.
2. Мэрфи, Д. Дж. Технический анализ фьючерсных рынков. — М.: Сокол, 1996.
3. Тараканов, С. И. Народные IPO. Об инвестировании средств физических лиц // Академия бюджета и казначейства Минфина России. Финансовый журнал. — 2010. — № 1.
4. Экономика и право. Дефолт. [Электронный ресурс] / Онлайн-энциклопедия Кругосвет. — Режим доступа: http://www.krugosvet.ru/enc/gumanitarnye_nauki/ekonomika_i_pravo/DEFOLT.html.
5. Алехин, Б. И. Государственный долг. Учебное пособие для студентов Академии бюджета и казначейства [Электронный ресурс] / Сайт АБиК Минфина России. — Режим доступа: http://abik.ru/students/faculties/faculty_the_share_markets/docs/gosdolg.pdf.
6. Кудрин, А. Государственный долг России. Перемена декораций // Рынок ценных бумаг. — 2006. — № 3.
7. ВТБ оставил прибыль на следующий год // Коммерсант. — 2009. — 18 декабря.

¹⁰ Мэрфи Д. Дж. *Технический анализ фьючерсных рынков.* — М.: Сокол, 1996.