**Операции СВОП**

В последние годы рост рынка операций своп имел огромное воздействие на развитие финансового рынка. Рынок операций своп явился как бы мостом между рынками различных валют и финансовых инструментов. Практика рынка операций своп расширила основные принципы теории относительной полезности в отношении денежных рынков и рынков услуг. Финансовые институты теперь могут заимствовать средства, которые принесут им прибыль, независимо от типа валют и финансового инструмента. В этом смысле операции своп значительно улучшают эффективность процесса посредничества, который распределяет всемирные активы таким образом, чтобы они использовались наиболее эффективно независимо от того, в какой форме они предоставлены. Эта повышенная эффективность проявляется в значительной экономии затрат для сторон сделки своп. В период перестройки национальных рынков эта роль была очень значительна. Более того, операции своп предоставляют финансовым институтам возможность управления своими обязательствами такими способами, которые были невозможны несколько лет назад. Они теперь могут компенсировать или даже исправлять свои предыдущие ошибки, страховать прибыли и регулировать свои портфели в свете меняющихся условий рынка и ожиданий. Финансовые институты не являются больше заложниками своих предыдущих решений. Более того, плохие или хорошие решения на рынке операций своп делают более заметными результаты прежних решений посредством обозначения их "цены" на рынке. Только этот аспект должен улучшить процесс первоначального принятия решения, так как рынок операций своп позволяет совершать обратные операции, делает это только с прибылью или с затратами. Все это имеет большое значение для денежных операций финансовых институтов во всем мире. Эти факторы принимались в первую очередь во внимание в программе Мирового Банка по операциям своп. Операции своп сейчас составляют неотъемлемую часть стратегии финансирования Мирового Банка, охватывая 15-20% годовых долгосрочных и среднесрочных займов. Они представляют собой ключевой институт, при помощи которого Банк расширил свою базу финансирования и имел возможность достигнуть требуемого набора валют с минимальными затратами. Со времени первой операции в августе 1981 года с IBM, Мировой Банк имеет закрытые и открытые сделки своп на сумму 5 млрд. долларов и в настоящее время имеет ежегодную программу на 21,5 млрд. долларов. В дополнение Банк с недавнего времени разработал программу процентных свопов для большей гибкости в привлечении и управлении своими средствами. Важность операций своп заключается в том значении которое они приобрели на мировом рынке капиталов за последние 4-5 лет. Официальной статистики нет, но рынок валютных свопов и рынок процентных свопов оценивается в 80-200 млрд. долларов. Объем активности превышает количество операций, которые осуществляются через другие нововведения на рынке капиталов. Более того, операции своп стали использоваться в практике корпораций, в официальных институтах и государственных органах.

Существует несколько факторов, которые показывают растущую важность этого рынка:

потенциал вырос и объем рынка сейчас составляет, по некоторым оценкам, 200 млрд. долларов;

растущее число контрагентов, посреднических институтов и брокеров;

формирование различных национальных и интернациональных ассоциаций дилеров по операциям своп и документарных кодов, таких как IS8A в США и аналогичных в Великобритании и т.д.;

большое внимание регулирующих органов, в особенности США. Кроме растущей важности рынка, идет его расширение в смысле географии:

развитие и укрепление второго поколения операций своп и других близких к ним операций, таких как своп с задержкой, процентные валютные свопы, опционы;

продолжающиеся попытки стандартизировать операции своп и возникновение вторичного рынка таких операций, как, например, “PLAIN VANILLA”;

существование хорошо развитых рынков процентных свопов в Великобритании, Австралии и Канаде;

развитие рынков капиталов, которые почти полностью зависят от рынка операций своп (например, долларовые рынки Новой Зеландии и Австралии) и других рынков, где большая часть сделок, так или иначе связана с операциями своп (например, ЭКЮ).

Компании теперь сравнительно легко могут регулировать свои долгосрочные валютные и процентные риски, входя и выходя с рынка в зависимости от необходимости. Они также могут диверсифицировать источники фондов по всему миру и выбирать альтернативу с наименьшими расходами для себя или устанавливать наилучшую структуру, в зависимости от целей. По мере развития этого процесса различные части национальных рынков все больше интегрируются. В этом контексте можно отметить, что 3-5 годовой LIBOR, котируемый депозитными брокерами, является прямой функцией от SPREAD по операциям своп, котируемого на эти сроки, то есть этот депозитный рынок был полностью отнесен к категории рынка своп. В отличие от ситуации несколько лет назад, когда мы могли только предполагать, сейчас будущее направление развития достаточно ясно. С институциональной точки зрения рынок операций своп будет расширяться, сливаясь с фьючерсами, опционами, валютными опционами и даже с опционами с ценными бумагами. С инструментальной точки зрения он будет поглощать новые ценные бумаги на рынках капиталов. С точки зрения объемов, особенно оценочных технологий, ликвидности и секьюритизации, конца не предвидится.

**Глава 1. Операции "валютный своп"**

Операции на денежном рынке, в основном краткосрочный экспорт капитала, очень часто приводит к росту объемов операций своп. Если экспорт капитала включает перевод средств в другую валюту, если это необходимо сделать на обеспеченной основе, тогда нужно заключить сделку своп, которая сочетает покупку валюты на условиях "спот" с одновременной продажей на условиях "форвард" (или наоборот).

Прямой валютный своп в какой-то степени очень похож на кредит back-to-back, когда выплата долга в иностранной валюте хеджируется в форме форвардного контракта на покупку соответствующей валюты. Выплата двум контрагентам равна таким образом прибыли или убытку по контракту хеджирования и представляет разницу процентов, выплачиваемых по обеим валютам в период сделки своп. Это совпадает с концепцией, что цена сделки своп должна быть равномерно распределена на весь период свопа.

При прямых валютных свопах в начале сделки (первая сторона) происходит покупка иностранной валюты, которая сопровождается обязательством продать эту валюту. Обычно валюта, полученная в результате сделки, держится в форме депозита в банке или на текущем счете и должна быть пересчитана по курсу "спот" для отражения в балансе, как и любая другая сумма в иностранной валюте. Любые не денежные активы (например, фиксированные активы или инвентарь), купленные на эти средства в иностранной валюте должны быть записаны по счетам в денежном выражении в национальной валюте.

Остается вопрос, как оценивать обязательства продать иностранную валюту. Оценка контракта по форвардному курсу и сравнение его с курсом контракта будет неправильным (так как по первой стороне сделки своп это будет предполагать прибыли или убытки), который в действительности уже был учтен в цене сделки. Следовательно, обязательство должно учитываться по курсу "спот", а все разницы между текущим курсом "спот" и последующими курсами должны относиться к прибыли по мере возникновения.

Логика этих действий становиться ясной, если рассмотреть ситуацию, когда получатель не использует валюту, а размещает ее в депозит, в этом случае форвардный контракт и депозит будут оцениваться по курсу "спот" и не возникнет никакая курсовая разница. Процент, получаемый по депозиту, принимая во внимание амортизацию цены, будет приближаться к доходу, получаемому в случае, если валюта покупателя иностранной валюты была бы размещена в депозит.

Однако, необходимо подчеркнуть, что в последние годы стало традицией уже не принимать курс "спот" за основу расчетов цены операции своп, а учитывать курс "форвард". Это основывается на рассуждении, что скорее необходимо хеджировать не сумму, инвестируемую на "спот" - базисе, а сумму, получаемую на "форвард" - базисе (основная сумма плюс проценты). Если хеджируемая валюта котируется на форварде с дисконтом, этот "метод - аутрайт" приносит в результате более высокие затраты (цену операции своп). Это учитывалось ранее, путем использования курса "форвард", не курса "спот".

Но с резким возрастанием ризниц в процентных ставках в последние годы, этот метод учета стоимости операции своп стал все более неудовлетворительным (различия до 0,5%). Для более точного расчета необходимо использовать более усложненную формулу, хотя в некоторых случаях приблизительный расчет достаточно адекватно отражает реальность.

Используя оба метода, можно рассчитать результат следующим образом:

долл. США/шв. франки (дата июль 6 1986 года) 1,8410-1,8425

 долл. США 3 месяца 7 - 7 1/8%

 шв. франки 3 месяца 4 5/8 - 4 7/8%

срок 94 дня

 курс "Форвард" 1,8292

Старый метод:

Цена "своп" = 2 котировка "своп" х 100 х 360

 ---------------------------- =

 "спот" х срок

= 0,0118 х 100 х 360

 ------------------ = 2,45% в год

 1,8410 х 94

Новый метод:

Цена "своп" = (котировка "своп" х деп.ставка х срок) +

 ----------------------------------------

 "спот" х срок

 + (котировка "своп" х 100 х 360)

 -------------------------------- =

= (0,0118 х 7,125 х 94) + (0,0118 х 100 х 360)

 -------------------------------------------- = 2,5% в год

 1,8410 х 94

Разница между двумя формами расчета заключается в том, что при новом методе не только основная сумма (правая часть числителя), но и проценты (левая часть числителя) хеджируется.

Необходимо отметить еще один момент в отношении расчета стоимости операции своп. Так как арифметически нет большой разницы, используется ли курс покупателя или продавца, обычно средний курс должен быть применен, давая относительно правильный результат.

Краткосрочные капиталы нуждаются во вложении, обычно с переводом в другую валюту, в основном по двум причинам:

- национальный денежный рынок не предоставляет необходимые условия для инвестирования;

- инвестиции в другую страну и валюту предоставляют больший доход даже на хеджированном базисе.

Первый случай характерен, скажем, для Швейцарии. Отсутствует реальный денежный рынок; мелкие банки, корпоративные или частные клиенты могут размещать срочные депозиты в крупных швейцарских банках, но последние не имеют возможности, в свою очередь, размещать средства в краткосрочные инструменты внутреннего денежного рынка, такие, например, как казначейские векселя, так как такие ценные бумаги почти не существуют в Швейцарии. Крупные швейцарские банки, таким образом, вынуждены размещать излишние ликвидные средства за рубежом. Это осуществляется, главным образом, путем размещения срочных депозитов в долларах США на Еврорынке на хеджированном базисе, то есть покупая доллары на "споте" и одновременно продавая на условиях "форвард".

Опять-таки иллюстрируем это на практическом примере:

- Процентная ставка по

депозитам в шв.франках на 3 месяца 4,25%

- На базисе следующих курсов: 1,8410 - 1,8425

долл. США / шв.франки "спот"

- Дисконт на три месяца 110 - 105

( 90 дней )

Стоимость операции "своп" на 3 месяца может быть рассчитана следующим образом:

Участник сделки покупает доллары США по курсу - "форвард" с дисконтом 110, отсюда:

(0,0110 х 7,0 х 90) + (0,0110 х 100 х 360)

------------------------------------------ = 2,43%

 1,8410 х 90

Общие расходы - 6,68%

Проценты, получаемые за трехмесячный евро-долларовый депозит - 7,0%

Чистый процент разницы в нашу пользу - 0,32%

Естественно, без хеджирования, которое стоит 2,43%, разница в процентах в нашу пользу составила бы 2,75%. Но если бы при истечении 3-месячного депозита в долларах курс покупателя долл. США / шв.франки упал бы ниже уровня 1,8300, мы бы понесли потери при обмене валют большие, чем наши ожидаемые доходы от разницы в процентах.

Рассмотрим теперь, как инвестиции в разных валютах могут приносить разные доходы в разных странах даже на хеджированном базисе. Выгодность разницы в процентных ставках могла быть ощутимой, если она соответствовала бы инвестициям с высоким риском (то есть, кредитным риском и риском перевода).

Предположим, что:

а) Курсы следующие долл. США/итал. лиры “спот” 1530,70 - 1531,70

3-месячная премия 15,50 - 18,50

б) Доходность 3-месячной 11,625%

облигации в итал. лирах Доходность 3-месячной облигации в США 6,6%

Банк задается вопросом, стоит ли вкладывать деньги в итальянские казначейские векселя на хеджированном базисе вместо того, чтобы вкладывать в долларовые ценные бумаги. Он, таким образом, должен сделать следующие расчеты:

- Ему необходимо продать лиры на "споте" и одновременно купить их обратно на форвардном базисе, что может быть сделано с премией в 18,50 пунктов (при этом другая сторона диктует условия!)

- Эта операция "своп" будет стоить:

(18,50 х 6,6 х 90) + (18,5 х 100 х 360)

--------------------------------------- = 4,91%

 1531,70 х 90

- Арбитражная операция по хеджированию приносит доход в: 11,625% - 4,91% = 6,715%.

Общий доход, таким образом, выше, чем по американским казначейским векселям, делая инвестиции в итальянские векселя доходными.

Здесь нужно подчеркнуть, что в противовес широко распространенному убеждению, хеджирование совсем не обязательно несет за собой расходы. Обычно хеджируют "слабые" валюты против "сильных" валют, продавая их по курсу "форвард"; для многих людей "слабые" валюты - это котирующиеся с дисконтом; в этом случае хеджирование несет за собой расходы. Но часто встречалось, что предполагаемо "слабая" валюта укреплялась, а "сильная" (с премией) падала.

Примеры: с февраля по октябрь 1988 года фунт стерлингов упал с долл. США 1,82 до долл. США 1,61, хотя он всегда котировался с премией. С конца 1982 года до начала 1985 года доллар укрепился по отношению ко всем остальным конвертируемым валютам, несмотря на то, что он котировался с дисконтом. В этих примерах инвесторам следовало бы хеджировать фунты стерлингов и марку против доллара, то есть покупать доллар на условиях "форвард". Это не только предотвратило бы потери при обмене, но и принесло бы доход при хеджировании!

**Комбинированный валютный своп (сущность, преимущества, недостатки и характеристики)**

Комбинированный валютный своп - это соглашение между двумя сторонами по обмену основной суммы и платежа процентов в разных валютах на определенный период в будущем.

Каждая сторона осуществляет платеж процентов и основной суммы в одной валюте и получает согласованный эквивалент в другой валюте. Валютный своп синтезирует активы и пассивы, выраженные в одной валюте, в валюту по выбору, но своп в смысле сделки стоит отдельно от лежащей в его основе операции и не отражается на балансе.

Преимущества:

-среднесрочная открытая позиция в валюте может быть хеджирована без изменения лежащего в ее основе актива или обязательства;

-операции своп очень гибкие и могут быть структурированы так, чтобы соответствовать ликвидности, которую необходимо хеджировать;

-широкий диапазон валют, по которым можно проводить операции своп на срок до 10 лет;

-операция может быть легко превращена в обратную путем отмены существующей сделки или заключения новой противоположной или, если позволяет ликвидность, путем заключения форвардной валютной сделки в любой момент на протяжении времени действия операции своп (клиент, таким образом, получит прибыль или сможет оценить потери в зависимости от курса или ставки в этот момент).

-кредитная задолженность исчисляется как для валютной операции и поэтому она существенно ниже, чем в случае прямого предоставления или привлечения кредита;

-документация во многом стандартизирована и операция может быть во многих случаях завершена сразу после сделки путем подтверждения по телексу.

Недостатки:

-хотя валютный своп не включается в баланс, строгие требования по адекватности капитала делают их все более дорогими для банков;

-требования по адекватности капитала также отпугивают банки от активного воздействия на рынок этих инструментов; ликвидность, таким образом, может стать проблемой если клиент хочет отменить операцию не с банком, а с другим партнером;

-может быть несоответствие в налогообложении доходов или убытков при окончательном обмене основными суммами.

Характеристики:

рынок комбинированных валютных свопов менее ликвиден, чем рынок прямых процентных свопов по вышеизложенным причинами. Из-за дополнительной сложности этого инструмента (он включает валютный и процентный риск) наиболее активные обмены осуществляются в основных конвертируемых валютах (немецкая марка, фунт стерлингов, швейцарский франк, японская йена, французский франк) и американским долларом, но даже в этих операциях сделки, в основном, заключаются на единовременной базе с участием наиболее активных институтов. Не существует и конвенции по максимальным и минимальным объемам регулярных сделок. Большинство валют котируются по фиксированной ставке против шестимесячного LIBOR (London Interbank Offered Rates) по доллару США.

Механизм:

Валютный своп в основе своей является форвардным валютным контрактом, однако в то время когда форвардная сделка заключается посредством единовременного обмена основной суммы в будущем по форвардному курсу, который устанавливается в зависимости от разницы в процентных ставках по двум валютам, то валютный своп включает и обмен выплачиваемых процентов по мере истечения срока сделки и окончательный обмен основной суммы по первоначальному спот курсу.

На каждую дату платежа в течение всего периода каждая сторона осуществляет платеж, исчисленный по следующей формуле:

RxDxA

Bx100

R-применяемая ставка (фиксированная или плавающая)

D-количество дней

А номинальная сумма операции своп

В базис (365 дней для ф.стерлингов и экю или 360 дней для остальных валют)

плюс, на конечную дату контракта, основная сумма.

Пример: компания привлекает фунты стерлингов по фиксированной ставке, но хочет инвестировать их в филиал, находящийся в США. Путем совершения операции своп на выплату долларов по фиксированной ставке и получения фунтов стерлингов по фиксированной ставке, компания может достичь желаемого внебалансового хеджирования для своей инвестиции на данный период. В момент заключения сделки преобладают следующие ставки:

Ставка на 5 лет ф.ст 10.63 долл. США 9.74

Курс спот долл. США/ф.ст 1.687

Компания выпускает вексель на 10 млн. фунтов стерлингов на 5 лет по цене 10.63 в год и переводит выручку долларов США 16870000. Она заключает валютный своп и соглашается платить 9.74 % на долларах США 16870000 и получать 10630000 на 10000000 ф.стерлингов. В конце периода операции своп, компания обменивает основные суммы и получает свой первоначальный долг в фунтах стерлингов. В этот момент хеджирование утрачивает силу и компания может оценить свою прибыль или потери при обмене основных сумм по первоначальному курсу спот. Если она хочет продолжить хеджирование филиала, она может включить эту прибыль (потерю) в новый валютный своп.

В течение всего срока сделки балансовая стоимость инвестиции защищена от колебаний валютного курса при помощи существующей внебалансовой сделки своп. Другими словами, любая степень возрастания курса фунта стерлингов по отношению к доллару США, имея негативные последствия для стоимости активов в фунтах стерлингов филиала, будет иметь соответствующие позитивные последствия для стоимости при окончательном обмене основными суммами. Более того, стоимость фондирования в долларах США также была зафиксирована на уровне 9.74%.

Хеджирование обязательств:

Филиал немецкой компании в Великобритании получает кредит от нее в размере DM 32.5 млн. на более выгодных условиях, чем на рынке. Филиалу нужно 10 млн. ф.стерлингов, но он не хочет иметь обязательства в DM так как все его доходы и активы выражены в фунтах стерлингов. Немецкая компания хочет сохранить доход, получаемый из временно свободных средств, выраженный в DM. Текущий курс спот DM/GBP=3.25.

Филиал заключает сделку своп, по условиям которой он получает проценты с суммы DM 32.5 млн. на протяжении следующих 5 лет и выплачивает процент с суммы 10 млн. фунтов стерлингов в течение этого же периода. Операция включает первоначальный обмен и затем обратный основными суммами по фиксированному курсу 3.25.

В результате компания может использовать возможность получить кредит в DM без валютного риска. Более того, стоимость фондирования в GBP фиксирована на 5 лет по ставке, которая отражает выгодные условия по кредиту в DM.

Хеджирование активов:

Компания использует прибыли по фиксированной ставке по кредиту в GBP для покупки немецкого филиала. Она хочет перевести фондирование филиала в DM путем внебалансового хеджирования. Более того, так как она хочет реинвестировать прибыль этого филиала в DM в Германию ей нужно знать приблизительную сумму хеджирования на временной базе.

Банк может структурировать операцию своп таким образом, что компания будет платить проценты по предварительно обговоренной сумме в DM и получать проценты по сумме в GBP по фиксированному курсу за весь период сделки.

При помощи этого механизма компания не только защищает первоначальную инвестицию, выраженную в фунтах стерлингов, но и прибыли, получаемые в фунтах стерлингов.

**Глава 2. Операции «процентный своп»**

**1. Сущность, структура и преимущества.**

Процентный своп - это сделка, по которой две стороны соглашаются осуществлять друг другу периодические платежи, рассчитанные на основе определенных процентных ставок и условной суммы долга. Как правило, платеж, который должен быть осуществлен одной стороной, рассчитывается с использованием плавающей процентной ставки (LIBOR, "Prime rate" и другие), в то время как платеж, который должен быть осуществлен другой стороной, определяется на основе твердой ставки процента или другой плавающей процентной ставке. Процентный своп может быть использован для перевода одного типа процентного обязательства в другой и этим дает возможность участнику свопа привести свои процентные обязательства в соответствие со своими потребностями при данных условиях рынка, уменьшить затраты по займу, застраховаться от будущих изменений уровня процентных ставок или, в некоторых обстоятельствах, обеспечить определенный уровень прибыльности.

К тому же, по мере развития вторичного рынка свопов участники этого рынка получают возможность входить и выходить из свопа, пользоваться услугами посредников, что делает своп более ликвидным обязательством.

**Структура.**

В своей простейшей форме процентный своп может быть проведен двумя сторонами. Первой, например, стороной может быть заемщик, желающий платить процент по твердой ставке, но который уже получил ссуду по плавающей ставке или в силу обстоятельств имеет доступ к более выгодным плавающим ставкам, а второй стороной может быть заемщик, желающий платить процент по плавающей ставке, но который уже получил ссуду по твердой ставке или может получить ссуду по твердой ставке, более низкой, чем другая сторона.

Заемщик, желающий платить фиксированный процент, берет ссуду на необходимую сумму, но по своей, более выгодной плавающей ставке. Заемщик, желающий платить по плавающей ставке, берет ссуду на такую же сумму по наиболее выгодной фиксированной ставке (если заемщик выходит на рынок свопов с уже имеющимся долгом, то он не будет брать новую ссуду).

Затем обе стороны заключают соглашение, по которому каждая берет на себя обязательство платить другой сумму, равную стоимости процентных платежей другой стороны. Платежи осуществляются только в отношении процентов по долгу, платежи же по основной сумме долга не производятся ни одной из сторон соглашения. В результате такого обмена каждая сторона может получить желаемый тип процентной ставки, твердой или плавающей, на приемлемых условиях.

Схема процентного свопа

Заемщик Платежи по плав.% Заемщик

 СВОП

 Платежи по тв.%

Платежи по Платежи по

плавающему % твердому %

Кредитор Кредитор

(плавающая (твердая

ставка) ставка)

В этом установочном примере ни один из кредиторов не является стороной в свопе: каждый из заемщиков продолжает нести обязательства перед своими кредиторами за выплату основной суммы долга и процентов. Фактически, кредиторы могут знать о соглашении. Каждая сторона по свопу несет риск неуплаты по свопу другой стороной, что при возникновении такой ситуации оставляет добросовестную сторону с непокрытым свопом затратами по ее займу.

**Преимущества процентного свопа**

Популярность процентных свопов объясняется отчасти разными финансовыми потребностями различных типов заемщиков и неодинаковым воздействием условий финансового рынка на определенных участников свопов.

Например:

- стороной, желающей платить твердую ставку, может быть промышленная или коммунальная компания, имеющая большие потребности в заемных средствах, которая предпочитает обязательства с фиксированной процентной ставкой для осуществления финансового планирования и оперативных целей, что позволит ей избежать риска повышения уровня процентных ставок;

- стороной, также желающей платить фиксированную ставку, может быть компания или кредитное учреждение, которое имеет большой объем предоставленных клиентам по твердой ставке кредитов или потребительских ссуд, которые желательно финансировать по твердой процентной ставке, чтобы установить свой коэффициент прибыльности и избежать роста или падения доходов из-за колебания различных процентных ставок;

- контрагентом, желающим платить плавающую процентную ставку может быть первоклассный банк, который предоставляет средства по плавающей ставке и предпочитает, чтобы стоимость финансирования базировалась бы также на плавающей ставке так, чтобы он мог установить коэффициент прибыльности своих операций;

- стороной, желающей платить плавающую ставку может быть организация, которая выпустила облигации с фиксированным процентом и которая стремится получать платежи по фиксированной ставке (чтобы перекрыть свои обязательства) и платить плавающую ставку по выгодной цене;

- средств по фиксированной ставке относительно мало (о чем свидетельствует высокий уровень реальных процентных ставок) и они могут быть непропорционально предоставлены рынком наиболее солидным заемщикам, в то же время объем средств, предоставляемых по плавающей ставке, долгое время может оставаться вполне достаточным.

В таких условиях сторона, желающая платить фиксированный процент (это может быть и промышленная компания), может решить (если у нее нет возможности получать кредит по Prime rate), что такой кредит будет для нее очень дорогим, если она вообще сможет его найти. С другой стороны, этот заемщик может не захотеть принимать на себя риски по обязательствам, выраженным в плавающей процентной ставке, даже если такие средства могут быть получены по приемлемому уровню процента. Если заемщиком, в противоположность промышленной компании желающей платить плавающую процентную ставку, является первоклассный банк, то он, вполне вероятно, имеет доступ к средствам по твердым ставкам на весьма выгодных условиях. При таких обстоятельствах и ввиду различия ценообразования на рынках плавающих и твердых процентных ставок может появиться следующая ситуация: превышение ставки, которую промышленная компания платила бы за средства по твердой ставке над ставкой, которую бы платил первоклассный банк за такие же средства, может быть выше,

чем превышение ставки, которую бы платила промышленная компания по обязательствам по плавающему проценту, над ставкой, которую мог бы получить первоклассный банк по аналогичным обязательствам. Возможность получения преимущества из использования этой диспропорции может служить одной из целей для совершения процентного свопа.

Приведенная ниже схема иллюстрирует подобную сделку. Предположим, что каждому заемщику требуется 100 млн. долларов. Промышленный заемщик может получить средства с 10-ти летним сроком погашения по плавающей ставке, составляющей LIBOR + 1%, или вынужден будет платить фиксированные 14% по своим облигациям на тот же срок. Первоклассный банк может привлечь средства по LIBOR или взять кредит на 10 лет под 12%. Разница между уровнями фиксированной процентной ставки по данным заемщика составляет 2%, а по плавающей 1%. Чтобы заключить процентный своп, промышленный заемщик берет ссуду по LIBOR + 1%, а первоклассный банк занимает средства по 12% с идентичными для двух ссуд условиями начисления основной суммы долга, выплаты процентов, сроками погашения. Затем промышленный заемщик и первоклассный банк составляют соглашение по свопу, по которому каждый из них согласен осуществлять платежи другой стороны с сумме, равной затратам контрагента по процентным платежам, и по которому промышленный заемщик согласен платить дополнительные 0,5% в качестве премии первоклассному банку.

Схема операции

Промышленный LIBOR Первоклассный банк

заемщик своп

 12,5%

LIBOR + 1% 12%

Кредитор Кредитор

(твердая (плавающая

ставка) ставка)

В этих условиях общая стоимость фиксированной процентной ставки для промышленного заемщика составит 13,5% (12% + 0,5% + 1% сверх LIBOR). Если затраты промышленного заемщика по привлечению средств по твердой ставке по другим каналам будут выше, чем 13,5% (а мы приняли условия, что его облигации будут иметь 14% купон), то ему будет выгоден своп. Банк тоже получает выгоду, потому что его реальные расходы по привлечению средств по плавающей ставке сокращены на 0,5%, то есть становятся LIBOR - 0,5%.

**2. Подобранный своп или своп через посредника**

Хотя возможны и прямые переговоры участников свопа по заключению сделки, фактически большинство процентных свопов проводится через посредников. Посредник связывает двух участников соглашения путем заключения отдельных, но параллельных соглашений о процентном свопе с каждым из них. Часто посредник выступает как организатор сделки, может также действовать по обеспечению по кредитной поддержки сделки или конфиденциальности его клиентов. Схема такой сделки приведена ниже:

 LIBOR LIBOR

Заемщик Посредник Заемщик

 12,5% 12 3/8%

LIBOR+1% 12%

Кредитор Кредитор

(плавающая (твердая

ставка) ставка)

В то время как в большинстве подобранных свопов посредниками являются коммерческие банки, инвестиционные банки или другие постоянные участники этого рынка, финансовые, коммерческие и промышленные компании, которые являются сторонами по соглашению о свопе, могут также стать посредниками, если создадут параллельный своп.

Например, промышленная компания может пожелать закрыть существующие риски по свопам, но не хочет, по соображениям делового характера, ставить об этом в известность контрагента. Такой цели можно достичь, заключив параллельный своп, который может предусматривать платежи или поступления, отражающие изменения на рынке процентных ставок, которые прошли со времени заключения первоначальной сделки.

Стоит отметить, что в общих видах подобранных свопов риск, принимаемый на себя посредником, ограничен. Платежи, которые производит посредник в каждом свопе, покрываются поступлениями от другого свопа. Если контрагент по одному свопу прекратит платить посреднику, тогда посредник будет освобожден от своего обязательства самому платить этому контрагенту, но вынужден продолжать выполнение своих обязательств перед другим контрагентом. Риск, принимаемый посредником в отношении недобросовестной стороны, ограничен риском повышения или понижения уровня процентных ставок (в зависимости от того, кто платит твердую, а кто плавающую ставку), а также риском потерь при заключении параллельного соглашения о свопе для замены невыполненного.

Нежелание заемщика делать своп.

Заемщику необязательно быть стороной в соглашении о свопе. Если заемщик не желает или не может заключить своп, то сделка может быть составлена так, что платежи по свопу будут производится между его кредитором и другой стороной.

Пример: промышленная компания предпочла бы ссуду по фиксированной ставке у кредитора, которому желательнее предоставлять средства по плавающей ставке. Кредитор может обратить свой доход, выраженный в фиксированной ставке процента, в доход, базирующийся на плавающей ставке, посредством свопа. Конечный результат данной операции аналогичен результату предыдущего примера:

заемщик, предпочитающий твердую ставку, платит 13,5%;

заемщик, выплачивающий проценты по плавающей ставке, платит LIBOR минус 0,5%.

Меняются только направления потоков платежей, соответствующие риски и расходы.

Промышленный

заемщик

13,5% LIBOR первоклассный банк

кредитующий и СВОП

посреднический 12,5% 12%

банк

LIBOR кредитор

вкладчик

кредитор

По данной схеме может показаться вполне оправданной точка зрения заемщика по фиксированной ставке, что сделка представляет собой обычный кредит по твердой ставке, игнорируя соглашение о свопе, участником которого заемщик не является. Тем не менее, он может быть вовлечен в заключение свопа по нескольким каналам. Прежде всего, ему придется оплатить комиссию, чтобы заинтересовать другие стороны в установлении соглашения. К тому же, заемщик по твердой ставке получает выгоду от свопа, его кредитор (данный кредитующий и посреднический банк) может потребовать компенсации на случай невыполнения обязательств другой стороной свопа.

Подобным образом сторона по соглашению о свопе (первоклассный банк) может обратится к заемщику по твердой ставке по вопросу компенсации на случай невыполнения обязательств по свопу кредитующим и посредническим банком. Все эти вопросы могут быть предметом переговоров между всеми участниками.

**3. Разновидности процентных свопов.**

Хотя типичный процентный своп осуществляется по вышеприведенной схеме, существует много разновидностей данной операции. Среди них свопы с нулевым купоном, свопы плавающей - на - плавающую ставку, с предварительной и обратной премией, пролонгированные свопы, форвардные свопы и свопы с последующим установлением ставки. С целью управления кредитными рисками обязательства по свопу могут быть поддержаны обеспечением, гарантией или резервным аккредитивом. В дополнение к этому платежи могут производиться с одинаковой или неодинаковой частотой (так, общепринято платить по плавающей ставке раз в полгода, по фиксированной - раз в год).

**Свопы с нулевым купоном**

Своп с нулевым купоном похож на своп фиксированный - на - плавающую ставку тем, что платежные обязательства одной стороны определены на базе плавающей ставки, в то время как платежные обязательства другой стороны определены базе твердой ставки. Однако, в отличие от обычного свопа, при котором каждая сторона осуществляет периодические платежи другой, в своп с нулевым купоном платежи по плавающей процентной ставке производятся периодически в течение всего срока свопа, тогда как по фиксированной ставке производится только один платеж в установленный день окончания соглашения. Фиксированный платеж построен таким образом для того, чтобы отразить основное обязательство по облигациям с нулевым купоном, выпущенным стороной, получающий этот платеж. В то время, как эта сторона пожелает занять по плавающей, она может обнаружить, что можно получить более выгодную ставку, если выпустить облигации с нулевым купоном. Следовательно, она выпустит облигации и заключит процентный своп, по которому будет периодически производить платежи по плавающей ставке в обмен на единовременный платеж, равный разнице между ценой выпуска и ценой погашения по истечении срока облигаций. Поступая подобным образом, эта сторона достигает своей цели: платит плавающую процентную ставку при покрытых затратах по выкупу своих облигаций. Своп с нулевым купоном (с условными цифрами) представлен на следующей схеме.

 Периодические платежи по плавающей

 ставке (LIBOR, за все время 35 млн. долл.)

Заемщик Заемщик

 Единовременный платеж по твердой

 ставке по истечении срока погашения

 облигаций с нулевым купоном

 (65 млн.долларов)

 LIBOR+1% Облигации с

 нулевым

 купоном

 стоимость

 100

 млн.долл.

 Поступления

 от выпуска

 35

 млн.долл.

Кредитор Держатель

(плавающая облигации

ставка) (твердая

 ставка)

**Свопы плавающей-на-плавающую ставку.**

В процентных свопах с плавающей-на-плавающую ставку каждая сторона производит платежи контрагенту по плавающей ставке, в отличие от обычного свопа, который использует преимущества существующих диспропорций ценообразования между рынками плавающих и твердых ставок. Эта форма свопа выгодна из-за разницы между рынками различных плавающих ставок. Этой операцией пользуется также для покрытия платежных обязательств по плавающей ставке, принятых по другим сделкам. Платежи при свопе плавающей-на-плавающую ставку могут рассчитываться на одинаковой ценовой базе, но с разными ценообразующими периодами (например, своп платежей по 6-ти месячному LIBOR на месячный LIBOR), или на разной ценовой базе (например, 6-ти месячный LIBOR на месячную ставку по коммерческим евровекселям). Такие свопы также называются "базисными", т.к. эффект свопа заключается в изменении базиса, на котором рассчитываются различные процентные платежи.

Свопы с предварительной премией, с обратной премией, пролонгируемые и форвардные свопы.

Несмотря на то, что обычные процентные свопы действуют в течение фиксированного периода времени (от одного года до десяти лет), заемщики могут строить свопы с изменяющимся сроком.

Свопы с предварительной премией или с обратной премией позволяют заемщику заключить своп на фиксированный период, но с правом прекратить своп до наступления даты истечения соглашения. Свопы с таким опционом называются свопами с предварительной премией и свопами с обратной премией в зависимости от того, какая сторона имеет право прекращать сделку. Плательщик твердой ставки, имеющий право прекратить сделку, покупает опцион с предварительной премией; получатель твердой ставки, имеющий право прекратить сделку, покупает опцион с обратной премией. Сторона, имеющая право прекратить своп, может реализовать это право в любой момент в течение срока контракта, за что вносится "поправка" в сумму периодических платежей (так, плательщик твердой ставки будет платить несколько более высокий процент за право востребования) и производится платеж, обычно рассчитываемый как процент от основной условной суммы долга, при востребовании.

Свопы с предварительной или обратной премией используются заемщиками, чьи заимствования или инвестиции позволяют осуществлять досрочное погашение обязательств, а также посредниками, являющимися контрагентами по этим операциям.

Пролонгируемые свопы, которые дают одной стороне право продлить срок действия свопа за рамки установленной даты завершения контракта, с экономической точки зрения эквивалентны свопам с предварительной и обратной премией. Так, заемщик, имеющий трехлетний своп, который он может пролонгировать до семи лет, находится в таком же положении, что и заемщик с семилетним свопом, который может быть востребован (отозван) после трех лет.

Форвардные свопы позволяют заемщику установить ставки для расчета платежей по свопу в момент, когда рыночные процентные ставки становятся выгодными, даже если заемщику в данное время средства не нужны. Заемщик, знающий, что ему потребуются средства в определенное время в будущем, понимает, что для этого ему необходимо будет занять нужную сумму по фиксированной ставке и обменять ее на аналогичный заем по плавающей ставке. Если ставки, доступные в настоящее время на рынке свопов выгодны, заемщик может устранить любую неопределенность по поводу наличия таких ставок в будущем путем заключения процентного свопа, по которому устанавливаются фиксированная и плавающая ставки в момент подписания сделки, но который не начинается до установленной даты в будущем.

Похожая операция, но с отложенным установлением ставки может использоваться заемщиками, которые имеют потребность в немедленном финансировании, но столкнулись с неблагоприятным положением на рынке процентных ставок. Отложенное установление ставки позволяет заемщику заключить соглашение о свопе немедленно, но с правом установить ставки по свопу в любое время в течение определенного периода на основе согласованной формулы.

4. Рынки свопов.

Заемщики, имеющие потребности в дополнительном финансировании, могут заключат свопы напрямую друг с другом, но для большинства заемщиков представляется довольно сложным нахождение подходящего контрагента. Эту функцию для заемщиков (иногда называемых как "конечные пользователи") выполняют коммерческие банки, инвестиционные банковские фирмы, действующие в качестве посредников. Ввиду большого объема проводимых операций они могут свести заемщиков часто в сложные цепи подобранных сделок. Коммерческие банки также участвуют в свопах как конечные пользователи для покрытия своих собственных потребностей. Эти коммерческие банки и инвестиционные банковские фирмы, выступающие и как посредники и как конечные пользователи, образуют первичный рынок свопов. Этот рынок начал развиваться в 1982 году, к 1985 году достиг объема 120 млрд. долларов в год (учитывалась основная сумма условного года).

В дополнение к первичному рынку начал развиваться и вторичный рынок. На этом рынке объектом торговли являются существующие позиции по свопам. Так, если посредник не может "собрать" какой-то своп, то он может выйти на вторичный рынок и купить подходящий своп у другого посредника. Несмотря на то, что этот рынок растет, его развитие тормозится несколькими факторами. Во-первых, соглашение о процентном свопе обычно предусматривает, что при переуступке прав необходимо согласие другой стороны. Во-вторых, различия в вопросах ведения документации часто усложняют подбор свопов. Эта проблема была частично затронута при выработке "Кодекса свопов", который предусматривает стандартные определения и условия, относящиеся к основным элементам процентных свопов. "Кодекс свопов" не только позволяет контрагентам быстрее и точнее обмениваться информацией но также облегчает подбор свопов и, таким образом, его использование должно внести свой вклад в развитие вторичного рынка.

Нижеприведенные пример представляет собой детальную иллюстрацию процентного свопа, включающего эмитента местных обязательств США по фиксированной ставке (финансовое учреждение класса "ААА") и американскую корпорацию, выступающую с плавающей процентной ставкой (класс "ВВВ").

Своп заключен в результате обмена корпорацией США 50 млн.долларов своей банковской задолженности по плавающей ставке на обязательства финансового учреждения (тоже 50 млн.долларов) перед инвесторами по выпущенным 5-ти летним бумагам с фиксированной ставкой. Обмен произошел потому, что разница между ставками доступными корпорации класса "ВВВ" и финансовому учреждению класса "ААА". на рынке фиксированных ставок составляла 2.3/8% в год, в то время как на рынке плавающих ставок разница была только в 1/2%.

Такое положение стимулирует проведение процентного арбитража, который снижает стоимость финансирования для обеих сторон сделки.

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

 | Корпорация | Фин.учреждение| Проц.разница

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

Цель средства по средства по

 фиксированной плавающей

 ставке ставке

Фиксированная

ставка 14% 11 5/8% 2 3/8%

Плавающая

ставка LIBOR+1/2% LIBOR+1/4% - 1/4%

Потенциальная

возможность

арбитража 2 1/8%

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

Для достижения поставленных целей была построена следующая схема движения средств

 Кредитор Инвесторы

LIBOR+1/2% Осн. сумма долгов 11 5/8% Осн.сумма долгов

 Корпорация Фин.учреждение

LIBOR-7/8% 11 5/8% 11 5/8% LIBOR-7/8%

 Агент

**Финансовые выгоды сделки**

При данной структуре сделки американская корпорация достигла своей цели: получила средства по фиксированной ставке 13% годовых, что на 1% ниже доступных ей на существующем рынке твердых ставок. С другой стороны финансовое учреждение смогло получить кредиты по плавающей ставке на 7/8% ниже LIBOR (вместо LIBOR+1/4%, доступную для него на рынке), имея при этом экономию в 1 1/8% в год.

Распределение выгоды от сделки

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

 | Корпорация | Фин.учреждение

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

Доступная цена на

открытом рынке 14% LIBOR+1/4%

Стоимость свопа 13% LIBOR-7/8%

 (11.5/8+7/8+1/2)

Выгода 1% 1 1/8%

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

**Глава 3. Риски при проведении операций своп**

Стороны совершающие операцию своп встречаются с 2-мя основными видами риска: целевой риск и кредитный риск. Целевой риск возникает в связи с тем. что процентные ставки или валютные курсы могут меняться с даты заключения сделки своп. Кредитный риск возникает в связи с тем. что партнер может не выполнить обязательства и таким образом причинить другой стороне непредвиденные потери.

**Целевой риск.**

Предпочитаемый метод контроля подверженности целевому риску при сделке своп - это закрыть ее путем вступления в противоположную сделку. Если поступления равны уходам, не учитывая спрэды, рассматриваемые посредником как доход, то он полностью застрахован от целевого риска.

Несоответствие платежных дат. периодов и курсов уменьшает покрытие путем хеджирования.

На сегодняшнем рынке только малая часть дилеров по операциям своп делает противовесные сделки при заключении сделок своп. Под давлением конкуренции дилеры сейчас покупают и продают при разных операциях своп вне зависимости их друг от друга. То есть, большинство дилеров готовы вступить в сделку своп до того, как они договорились о другой, противовесной сделке. Это делается из-за предположения, что противоположная, вторая сторона операции своп может быть совершена при рынке, не изменившемся за прошедший период. Срок, в течение которого дилеры готовы нести открытую позицию по операциям своп, различаются в зависимости от банков. Некоторые посредники стараются закрыть позицию к концу рабочего дня, другие - нести открытую позицию в течение недель.

Многие открытые позиции держатся скорее при процентных операциях своп, а не при валютных операциях своп. Это объясняется трудностью хеджирования долгосрочной открытой валютной позиции на других рынках, в отличие от рынка операций своп. Более того, большинство открытых позиций посредников по "купонным" операциям своп держатся при операциях, в которых участник сделки является плательщиком по плавающей ставке. Это объясняется тем, что плательщики по плавающей процентной ставке часто заключают сделки своп, совмещая их с выпуском займа с фиксированной ставкой. Сделка своп совершается в момент подписания соглашения о финансировании. Сроки по операциям своп для плательщиков по фиксированной ставке обычно являются более гибкими.

Перед заключением противовесной сделки своп, первоначальная обычно уже частично хеджирована. Типичный способ хеджирования для долларовой "купонной" операции своп был описан выше. Хотя этот метод хеджирования защищает дилера от движения в уровне рыночных процентных ставок, но он не покрывает изменения спрэда по казначейским ценным векселям США.

Рассмотрим следующий пример:

Предположим, посредник вступает в 5-ти летний своп с корпорацией А. Когда доходность Т по 5-ти летним казначейским ценным бумагам составляет 10%, он платит 10% + 40 базисных пунктов в обмен на LIBOR 6 месяцев и хеджирует этот своп временно казначейскими ценными бумагами. Через несколько дней банк решает заключить противовесную операцию своп. Спрэд (разница между ставками купли и продажи) по операциям своп остался неизменным - Т+40 покупка (BID), Т+50 предложение (OFFER), но YIELD по 5-ти летним казначейским ценным бумагам упал до 9,5%.

Если рассматривать только позицию по противовесной операции своп, то банк теряет 40 базисных пунктов на каждую дату платежа. В целом посредник выигрывает 10 базисных пунктом по позиции по противовесной операции своп.

Примеры хеджирования и дилерской

позиции по противовесным операциям своп

 Временное хеджирование ----------¬10%+40----¬

- Займы на рынке ¦Посредник+------+ А ¦

 "соглашений о выкупе" ¦ +------+ ¦

 L----------LIBOR L----

- Покупка Казначейских 6 мес.

 ценных бумаг

 Противовесная позиция ----¬9,5%+50----------¬10%+40----¬

 - Выплата по ¦ В +-------+ Посред- +------+ А ¦

 "соглашению о выкупе" ¦ +-------+ ник +------+ ¦

 L----LIBOR L----------LIBOR L----

 - Продажа Казначейских 6 мес. 6 мес.

 ценных бумаг

Предположим, что заключение противовесной сделки своп, по казначейским ценным бумагам не изменился, но спрэды упали до Т+30 (BID), Т+35 (OFFER). Хеджирование с помощью казначейских облигаций не покрывает такой риск.

Посредник теряет 5 базисных пунктов на каждую дату платежа. Посредники также должны иметь возможность покрывать и другие виды рыночных рисков. Они подвержены риску, когда индексы плавающих процентных ставок различаются (например, платеж по 6-ти месячному LIBOR от маржи по ставке казначейских облигаций). Разница в датах истечения срока противовесных операций своп и применяемые инструменты создают и другие моменты риска. Другой вид риска возникает, когда стартовая дата по операции своп отличается от даты по операции по хеджированию.

Процентный риск, создаваемый открытой позицией по операции своп, входит в общую подверженность процентному риску всего финансового института.

Общий способ такого включения - это совершение отделом операций своп сделки по хеджированию от имени другого подразделения, например, занимающегося казначейскими облигациями, которые несут общую ответственность за управление процентными рисками всего банка.

В свою очередь, отдел операций своп, часто выполняет заказы по операциям своп из других подразделений или филиалов этого института.

**Кредитный риск**

Хеджирование или совершение противовесных операций не уменьшают подверженность посредника кредитному риску. Подверженность кредитному риску посредника зависит от возможности движения процентных ставок или выполнения партнером своих обязательств.

Следующий пример описывает подверженность риску дилера по операциям своп в отношении возможного невыполнения обязательств партнером при условии заключения противовесных сделок.

Пример кредитного риска дилера.

 ----¬ 10 % + 50 ----------¬ 8 - 10% + 40 ----¬

 ¦ В +--------------+Посредник+--------------+ А ¦

 ¦ +--------------+ +--------------+ ¦

 L---- 6 мес. LIBOR L---------- 6 мес. LIBOR L----

 своп 1 своп 2

Посредник заключает две сделки на 30 млн.долларов в виде 5-ти летнего купонного свопа одновременно. По одной сделке он получает 10,5% (Т+50 б.п.) в обмен на выплату 6-ти месячного LIBOR. По другой он платит 10,4% (Т+40 б.п.) за 6-ти месячный LIBOR. В стартовых датах и датах выплаты разницы нет. Если оба партнера выполняют свои обязательства, банк не подвержен ни рыночному, ни процентному риску. Но он все еще подвержен кредитному риску.

Падение YIELD по казначейским 5-ти летним векселям до 9,5% увеличивает стоимость операции своп с В, т.к. дилер теперь получает средства выше рыночной ставки. Одновременно, стоимость операции своп с А упала, т.к. банк платит выше рыночных ставок. Если обе сделки совершались по рынку (т.е. по текущим рыночным ставкам), прибыль по сделке своп с В была бы равна убыткам по сделке своп с А.

Обратное будет действительным в случае, если ставки поднять. Сделка своп с В будет иметь отрицательное значение, а сделка своп с А будет иметь положительное значение. Конечно, если ставки изменились, ни одна из операций не изменит своей стоимости, предполагая, что платежи по операции своп могут быть осуществлены по текущим рыночным ставкам без прибыли или убытков.

Подверженность кредитному риску по операции своп заключается в потенциальных потерях, когда партнер не выполняет обязательств. Размер этих убытков или рыночная цена контракта своп по текущим процентным ставкам - это цена восстановления движения средств и процентов по операции своп по текущей рыночной ставке.

Стоимость контракта для стороны, получающей платежи по фиксированной ставке, заключается в разнице между фиксированными процентными платежами, учитываемыми по текущей ставке и текущей стоимостью платежей по плавающей процентной ставке.

С другой стороны, можно рассматривать потенциальные потери, как стоимость восстановления платежей по операции своп за счет займов и инвестиций на других рынках. Посредник может восстановить свои платежи по плавающей ставке путем выпуска векселя с плавающей ставкой с купоном по LIBOR. Платежи по фиксированной ставке могут быть восстановлены за счет покупки ценных бумаг с платежами, идентичными платежам по сделке своп. Потенциальные убытки - это разница между дисконтированной стоимостью этих бумаг плюс любые расходы по выпуску.

Кредитный риск регулируется при помощи лимитов на ожидаемую подверженность риску со стороны партнера, периодического регулирования, подверженности риску по времени и в некоторых случаях при помощи дополнительного обеспечения.

Перед заключением сделки дилеры по операции своп должны запросить одобрения у кредитного отдела по поводу ожидаемой подверженности риску по этой операции. Наиболее обычная, простая практика в этих случаях - это подсчитать потенциальный риск, предполагая, что партнер не выполнит свои обязательства через некоторое время после заключения сделки, когда ставки двинулись в направлении, невыгодном для клиента. В результате риск выражен в фиксированных процентах годовых. Этот метод отражает простое правило, что риск составляет 2-3% умноженный на количество лет до истечения срока.

Более усложненный подход - это основывать предложения о выдвижении процентных ставок на анализе исторических фактов и основывать свой риск на движении двух стандартных отклонений в тот же момент с маржей, расширяющейся с течением времени. Риск в таком случае оценивается как стоимость соответствующих расходов в данный момент. Этот подход менее ограничительный, и, возможно, более реалистичный, чем метод, описанный выше. Для сделки своп на 10 лет он дает оценку риска максимум 24% от основной сумму на начальную дату сделки. Некоторые банки, сделав свои расчеты, используя более усложненный метод, упростили его до метода, который можно назвать промежуточным, например, 5% в первый год и 2% потом.

Работники кредитных отделов в некоторых банках просто одобряют или не одобряют кредитные обязательства по сделке своп, включая риск по сделке в общую кредитную линию этого института для партнера. Другие одобряют сделку, только если институт получает несколько базисных пунктов прибыли в качестве платы за риск. В некоторых случаях дилер по операциям своп переводит на кредитный отдел дополнительную плату за кредитный риск. Обычно, однако, дилер по операциям своп не включает эту плату в котируемую цену по операции своп. Если кредитный отдел не может покрыть эту плату при существующих на рынке ценах по операциям своп, он не заключает сделку.

Минимальный спрэд между двумя противовесными сделками своп для извлечения прибыли может быть установлен за счет добавления премии к цене за подверженность риску. "Теневая цена" в 6-ти б.п., взимаемая с определенного клиента, может быть рассчитана следующим образом. Ссуда клиенту обычно включает спрэд в 3/8% сверх расходов банка по фондированию этой ссуды. Для операции своп, где кредитный риск составляет 16% от суммы, цена для покрытия кредитного риска будет 3/8% этих 16% или 6-ти б.п. (0,0006). Это будет покрытием кредитного риска в случае невыполнения обязательств партнером.

В дополнение к использованию кредитных линий по ожидаемому риску, большинство дилеров по операциям своп также регулирует риск по операциям в случае изменения цен. Руководство периодически информируется о потенциальных рисках, если некоторые или все партнеры не выполняют обязательства.

Практические действия разных дилеров по регулированию кредитного риска в отношении партнера, с которым были заключены сделки своп в противоположных направлениях бывают различными. Некоторые оценивают свой риск на общем базисе, исходя из предположения, что партнер может не выполнить обязательства по каждой сделке только в том случае, если процентные ставки изменились в нежелательном направлении. Другие оценивают на выборочном базисе, предполагая, что если партер не выполнит обязательства, то банк потеряет на некоторых сделках своп, а на некоторых выиграет.

Права по возмещению, предоставляемые контрактами по сделкам своп и национальными законодательствами, регулирующими эти сделки, являются важными факторами при совершении этого выбора.

В некоторых банках кредитные линии являются серьезным препятствием для дилеров. Когда линия на определенного клиента ограничена, дилеры по операциям своп часто соревнуются с другими отделами банка за получение согласия на использование линий.

Третий метод, используемый при регулировании кредитного риска, состоит в запросе какого-либо кредитного подтверждения (например, кредитного письма) или дополнительных форм обеспечения от партнеров. Когда необходимо, кредитное письмо выписывается на сумму ожидаемого риска. Дополнительное обеспечение может быть запрошено в форме первоначальной маржи, которая уменьшается по мере истечения срока контракта, или банк может оставить за собой право запросить дополнительное обеспечение в течение всего срока, если риск увеличивается.

Контракты некоторых посредников включают взаимное право на требование дополнительного обеспечения - и посредник, и партнер имеют право потребовать обеспечения друг от друга.

Обычно инвестиционные банки запрашивают обеспечение более часто чем коммерческие банки. Инвестиционные банки предпочитают дополнительное обеспечение для более сложных кредитных соглашений для торговли по операциям своп, также как и с ценными бумагами. Конкурентное преимущество коммерческих банков на рынке операций своп состоит в их готовности принять на себя долгосрочные кредитные риски.

Невыполнение обязательств партнерами на рынке операций своп до сих пор было очень редким случаем. Только один институт упоминал о случае невыполнения обязательств партнером, и речь шла о небольших возможных потерях. Часть дилеров, однако, высказала свою озабоченность о будущем, предполагая, что такие инциденты могут быть достаточно частыми при таком быстром росте рынка операций своп.

**Другие риски**

Операция своп, включающая обмен валютами, уплачиваемыми в разное время в разных часовых поясах подвергает партнера риску. Этот риск возникает, когда одна сторона выполнила платеж по контракту, но не получила противоположный платеж от партнера. Большинство посредников предпринимает попытки снизить риск путем сближения времени платежей. Когда возможно, только чистые суммы переводятся партнерами друг другу.

**Глава 4. Учет операций своп**

Центральным вопросом учета операций своп является то, рассматривать ли все контракты как части позиции, или лежащих в основе активов и пассивов. Позиции и портфели обычно оцениваются ежедневно по текущему рынку, т.е. они оцениваются по их ликвидационной стоимости каждый день. Другие балансовые активы и пассивы обычно оцениваются по из стоимости, или по тому, что является более низким - рыночная оценка или первоначальная стоимость. Некоторые настаивают на том, что заключенная сделка своп для замещения риска по лежащей в основе позиции должна оцениваться также, как сама позиция.

Четыре различных вида позиций по операциям своп отличаются по следующим категориям:

Операции своп, которые хеджирует обязательства, оцениваемые по их первоначальной стоимости;

Операции своп, которые включают открытые позиции по открытым курсам и процентным ставкам;

Операции своп, которые хеджируют другие операции своп;

Операции своп, которые хеджируют или сами хеджируются валютными позициями.

Контракты по первой группе обычно учитываются, как и другие долгосрочные активы и пассивы. Второй вид операций своп обычно оценивается по рыночной цене. По учету же третьей и четвертой групп единого мнения нет.

Фундаментальная проблема при учете операций своп заключается в том. что нет авторитетных учетных стандартов по процентным операциям своп. Правила по похожим инструментам обсуждались в США Американским Институтом дипломированных общественных бухгалтеров (AICPA) по учету форвардных размещений, соглашений типа stand by , процентных фьючерсных контрактов и Советом по финансовому учету США (FASB) в Положении N80 "Учет фьючерсных контрактов”. Стандарты США в области валютных операций своп установлены FASB в Положении N52 "Переводы в иностранной валюте”. Некоторые бухгалтеры указывают на ясность критериев этого Положения N52 в подходе к валютным операциям своп и то, что их можно применять и в случае валютных операций своп типа "cross".

**Учет валютных операций своп**

Операции валютный своп-это серия форвардных валютных операций. Согласно Положению N52 правила учета форвардных контрактов различаются в зависимости от того, является ли позиция по ним хеджирующей, или позиция открывается в ожидании изменения валютных курсов. Форвардный контракт и аналогичный валютный своп является хеджирующим, если он уменьшает подверженность риску по инвестиции в зарубежный филиал, по любому обязательству в иностранной валюте (например, обязательству уплатить или право получать проценты), или по другим существующим рискам (например, платежи или поступления в иностранной валюте). Валютный своп является хеджированным в смысле учета, если он был предназначен для ЭТИХ целей или оказался таковым.

Правила учета форвардных контрактов, рассматриваемых как хеджирование, прежде всего определяют прибыль или убыток по позиции на две части:

Первоначальный дисконт или премия, т.е. сумма в иностранной валюте по контракту, увеличенная на разницу между контрактным форвардным курсом “спот” на дату заключения;

Изменения курса “спот” с начала контракта до даты закрытия. Подход к этим двум компонентам зависит от обязательства, которое хеджируется.

1) Хеджирование инвестиций в зарубежном филиале, прибыль или убытки, возникающие от изменения курса “спот”, включаются в валютный компонент собственности акционера. Первоначальный дисконт или премия амортизируется по мере истечения контракта в прибыль или в валютный компонент собственности.

2) При хеджировании обязательств в иностранной валюте прибыль или убытки от изменения курса “спот”, относятся к операции, которая хеджируется. При хеджировании изменений процентных ставок прибыли или убытки от изменения курса “спот” включаются в доход по процентам или расходы по платежам. Первоначальная премия или дисконт амортизируются на доход в течение срока контракта или относятся к хеджируемой операции.

3) При хеджировании других рисков прибыли или убытки от изменения курса “спот” включаются в текущий доход, когда он покрывает расходы, или в прибыль по хеджируемой операции. Это относится и к хеджированию основной суммы. Первоначальная премия или дисконт амортизируются на доход в течение срока контракта. Учет в случае открытых позиций (не хеджируемых) включает в себя прибыли и убытки от изменения цен в текущий доход.

Если валютный контракт, хеджирующий обязательства в иностранной валюте, закрывается перед истечением срока обязательства, прибыль и убытки по контракту продолжают относится к этому обязательству. Например, если валютный своп, заключенный в целях хеджирования расходов по процентам закрывается раньше с убытками, то эти убытки отражаются по статьям прибылей не сразу, но распределяются по сроку, который должен был бы быть сроком операции своп, другими словами, если хеджирование осуществлено, то оно рассматривается как таковое до конца.

**Учет при процентных операциях своп**

Хотя для учета процентных операций своп не было установлено никаких авторитетных стандартов, текущая практика обычно использует учет, подобный описанному выше, относящемуся к валютным операциям своп. Каждый из четырех видов операций своп, описанных выше, учитывается по своему.

Платежи по операциям своп, хеджирующим обязательства, оцененные по первоначальной стоимости, обычно производятся на каждый период и учитываются как добавление к статьям по процентным платежам и расходам по лежащим в основе активам или пассивам или доходам. Это изменяет условие лежащее в основе актива или пассива, что отражает платежи по операциям своп. Например, предположим, корпорация выпускает заем с плавающей ставкой по LIBOR + 40 б.п., а затем заключает сделку своп с фиксированной ставкой с тем же сроком по 10,5%. Если даже платежи совпадают, то подход к займу с плавающей ставкой плюс операция своп будет тот же, что и для займа с фиксированной ставкой по 10,5%. Расходы по операции своп, такие как комиссионные, брокерские или организационные (правовые) взносы также относятся к тем же статьям и амортизируются на срок операции своп. То есть, они не рассматриваются как расходы.

Этот подход соответствует стандартам Положения N 80 FASB по учету фьючерсных контрактов. Но Положение N 80 имеет более четкие критерии для рассмотрения контракта в качестве хеджирования, чем текущая практика по учету операций своп. Согласно Положению N 80 контракт выступает как хеджирование только в том случае, если он хеджирует твердое обязательство, которое подвергает участника процентным рискам, учитываемые на полном базисе, т.е. с учетом всех обязательств и активов и пассивов института. Положение N 80 также предписывает оценку корреляции между хеджирующим обязательством и хеджирующей операцией. Если бы эти критерии применялись по отношению к операции своп, это делало бы необходимым тесную корреляцию процентных ставок, лежащих в основе операций своп, и ставок по лежащей в основе операции. В отношении этого критерия текущая практика учета операций своп очень гибка. Операции своп, которые открывают процентные позиции, обычно оцениваются по текущему рынку или выбираются наименьшие из двух - или рынок, или первоначальная стоимость. Это соответствует подходу и к спекулятивным внебалансовым позициям.

Для оценки операций своп, полностью хеджированных другими операциями своп нет разницы между оценкой по рынку или первоначальной стоимостью. Доходы по одной сделке всегда уравновешиваются убытками по другой. Различий возникают в случае, если существует несовпадение дат платежей, частот платежей, базисов с плавающими ставками или других условий. Большинство институтов оценивает эти операции по рыночной стоимости.

Подход к операциям своп, предназначенных для хеджирования или хеджированным другими позициями (в основном позиции по несовпадающим операциям своп) также различны между разными институтами. Как объяснялось выше, эти позиции в основном хеджированы только частично. Многие дилеры оценивают эти позиции по текущему рынку на ежедневном, недельном или месячном базисе для отражения стоимости при закрытии позиции. Основная проблема при оценке операций своп по рынку состоит в том, что саму рыночную стоимость очень трудно определить. Цены, используемые при оценке, в какой то степени будут субъективными, т.к. часто нет необходимых котировок по операциям своп с узким рынком. Альтернативным способом будет использование расчетов (при закрытии платежей), включенных в контракт.

Проблема возникает еще и из-за того, что некоторые операции своп оцениваются по рынку, а некоторые по первоначальной стоимости. При различных обстоятельствах дилеры подвергаются соблазну перемещать операции своп из одной категории учета в другую для кратковременных целей.

Подобные проблемы возникают при подходе к оценке закрытий по операциям своп - или по тем, что включают наличные платежи, или имеющим обратные, противовесные операции своп. Опять-таки подход зависит от того, рассматривается ли операция своп в качестве хеджирования или нет. Современная практика по отношению к форвардным валютным контрактам и фьючерсным контрактам предполагает, что убыток или прибыль в связи с закрытием хеджирующей операции перед закрытием основной операции должны быть отнесены к сроку хеджируемой основной операции. Осенью 1984 года FASB предложил, чтобы это отнесение и амортизация стали стандартами. Совет Федерального Банка по строительным ссудам присоединился к этой точке зрения.

И наконец, тот же подход к хеджирующим операциям обычно касается и опционов по операциям своп. Институт в целях учета сначала определяет, является ли опцион хеджирующим. Не хеджирующие опционы оцениваются по текущему рынку. Стоимость премии по опциону к хеджируемой операции амортизируется на расходы в течение срока действия опциона.

**Заключение**

На данной стадии развития экономики нашей страны нам, безусловно, очень трудно освоиться с финансовыми инструментами, которые были описаны выше. Но, мы думаем, никто не может не признать, что если мы хотим успешно влиться в мировую систему финансовых расчетов и общеустановленных жестких требований, которые диктуют современные денежные рынки, нам рано или поздно придется осваивать и такие виды операций как своп. Так лучше же об операциях узнать пораньше, чтобы не оказаться, как мы уже не раз оказывались, отброшенными лет на 30 назад по отношению к цивилизованному миру, и пусть не сразу, но попытаться внедрять практику совершения подобных сделок. Кроме того, поскольку данные операции являются не только полезными в смысле лучшего размещения активов, разумного и удобного соотношения между валютами, они еще способны приносить немалые прибыли, и соответственно быть быстро освоенными нашими многочисленными коммерческими банками. Нет сомнения, что далеко не все банки смогут заниматься деятельностью подобного рода, предпочитая более легкую прибыль, но основное банковское звено, т.е. люди у которых к деньгам тянутся на руки, а голова, уверен, заинтересуются данным материалом. Именно такие банки как раз будут обладать необходимыми качествами для совершения сделок, требующих и надежности партнеров и достаточной профессиональной подготовки специалистов. С постепенным освоением внутри российского рынка, можно будет уже выходить на международный рынок, тем более что иностранных партнеров не может не привлечь наш огромный потенциал. Таким образом, как и почти во всех отраслях нашего народного хозяйства, мы встречаемся чуть ли не с самой главной проблемой, проблемой неквалифицированных кадров, и чтобы решить ее нужна не только полная информация о деятельности в сфере банковского бизнеса, но и информация, которая была бы интересна с точки зрения практики уже сейчас и чтобы люди только сейчас начинающие постигать некоторые "хитрости" сложных финансовых инструментов могли бы почувствовать их результативность и "войти во вкус", развивая одновременно российское банковское дело и обогащая его мировым опытом.