



СТРАТЕГИИ ВАЛЮТНОГО ДИЛЕРА

Нейл Рекорд

Нейл Рекорд

Стратегии валютного дилера. Валютный оверлей. М.:Интернет-трейдинг, – 344с.

ISBN 5-902360-04-8

Глубокое проникновение в процесс ценообразования на рынках валют, страхования валютного риска и извлечения прибыли (валютных сюрпризов) из валютнообменных операций (на рынке FOREX) невозможны без знания механизмов, применения методов и использования техник, излагаемых в настоящей книге. Читатель узнает о тайнах валютного механизма, о выражении стоимости одной денежной единицы в других денежных единицах и о том, как хеджировать возникающие при такой деятельности риски, получит последовательное и полное представление о наиболее искушенных стратегиях валютного дилинга, о валютном оверлее в его пассивной и активной формах, и научится использовать эти техники для своей пользы.

Эта книга нацелена на широкую аудиторию. Её читателями будут менеджеры по оверлею валюты, представители более широкой индустрии управления капиталовложениями, инвестиционные консультанты и актуарии, более грамотные с инвестиционной точки зрения менеджеры пенсионных фондов, отделы по управлению капиталовложениями страховых компаний, банки, осуществляющие валютные операции, и банки, принимающие на хранение ценности. Эта книга также неизбежно появится на столах студентов, изучающих финансы и смежные дисциплины, а также индивидуальных инвесторов и валютных спекулянтов, самостоятельно выходящих на мировые валютные рынки.

ISBN 5-902360-04-8

Originally published by John Wiley&Sons, ltd, Copyright ©, All rights reserved.

Права получены по соглашению с John Wiley&Sons, ltd при содействии

Агентства А. Коржаневского

© ООО "И-трейд",

Оглавление

Список блоков	12
Вступительное слово	13
Благодарности	15
1. Введение	17
1.1 БАЗОВАЯ ИНФОРМАЦИЯ ОБ ИНВЕСТИЦИЯХ	18
1.1.1 Инструменты инвестора	18
1.1.2 Ключевые категории инвесторов	20
1.1.3 Пенсии установленного пособия	21
1.1.4 Пенсии установленного вклада	23
1.1.5 Инвесторы в контексте оверлея валюты	23
2. Проблема	25
2.1 ОЦЕНКА АКТИВОВ И ОТВЕТСТВЕННОСТИ, ВОЛАТИЛЬНОСТЬ И ПЛАТЕЖЕСПОСОБНОСТЬ	25
2.1.1 Финансируемые программы пенсионного обеспечения	25
2.1.2 Оценка активов	26
2.1.3 Оценка денежных обязательств	27
2.1.4 Учетная ставка денежных обязательств	28
2.1.5 FRS17	30
2.1.6 IAS19	30
2.1.7 Выводы по активам и пассивам	31
2.2 ИСТОРИЯ ЗАРУБЕЖНЫХ ПОРТФЕЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ	31
2.2.1 США	31
2.2.2 Великобритания	32
2.3 ВОЛАТИЛЬНОСТЬ ВАЛЮТЫ	34
2.4 КОРПОРАТИВНЫЕ ПАРАЛЛЕЛИ В МЕЖДУНАРОДНЫХ ИНВЕСТИЦИЯХ	38
2.4.1 Иностранные активы	38
2.4.2 Внешний долг	39
2.4.3 Экономическое воздействие корпоративного валютного риска	39
3. Хеджирование валютного курса	41
3.1 ДОСТУПНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ	41
3.1.1 Внешний долг	41
3.1.1.1 Характер	41
3.1.1.2 Затраты	42
3.1.1.3 Чувствительность	42
3.1.2 Форвардные контракты	42
3.1.2.1 Характер	43
3.1.2.2 Затраты	44
3.1.2.3 Чувствительность	50
3.1.3 Валютные свопы	50
3.1.3.1 Характер	50
3.1.3.2 Затраты	52
3.1.3.3 Чувствительность	53
3.1.4 Валютные фьючерсы	53
3.1.4.1 Характер	53
3.1.4.2 Внесение маржи	54
3.1.4.3 Затраты	55

3.1.4.4 Чувствительность	57
3.1.5 Валютные опционы	57
3.1.5.1 Характер	57
3.2 ОПЦИОННОЕ ЦЕНООБРАЗОВАНИЕ	58
3.2.1 Первые принципы	59
3.2.2 Теория опционного ценообразования	59
3.2.2.1 Подбрасывание монеты	59
3.3 МОДЕЛЬ БЛЭКА-ШОУЛСА	60
3.3.1 Рыночные предположения	60
3.3.2 Модель	62
3.3.3 Понимание опционного ценообразования	62
3.3.3.1 Греки	65
3.3.3.2 История портфельного страхования	66
3.3.4 Роль предположений в опционном ценообразовании	67
3.3.4.1 Подразумеваемая волатильность	67
3.3.5 Практическое значение нарушения предположений	69
3.4 ИСТОРИЯ ОЦЕНКИ ВАЛЮТНЫХ ОПЦИОНОВ	70
3.4.1 Логарифмическая нормальность	70
3.4.2 Модели Монте-Карло	71
3.4.3 Затраты	72
3.4.4 Чувствительность	73
3.5 ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ И ФОРВАРДНЫЕ ВАЛЮТНЫЕ КУРСЫ	73
3.6 ВАЛЮТНЫЙ СЮРПРИЗ	75
3.6.1 Что такое валютный сюрприз?	75
3.6.2 Вычисление валютного сюрприза	75
3.6.3 Почему не спотовая доходность?	76
3.6.4 Геометрическое связывание и "сложение поперек"	79
3.6.4.1 Активы в портфеле	80
3.6.4.2 Международные активы и курс по сделкам спот	81
3.6.4.3 Активы и оверлей/хеджирование	81
4. Валютный рынок – история и структура	84
4.1 КРАТКАЯ ИСТОРИЯ ВАЛЮТНОГО РЫНКА И ТОГО, КАК РАЗВИВАЛИСЬ ИНСТРУМЕНТЫ	84
4.1.1 Бреттон Вудс	84
4.1.2 Центральные банки как буфер	84
4.1.3 Специальное развитие валютного рынка	85
4.1.3.1 "Еврорынок"	85
4.1.4 Свободные рынки доминируют	86
4.1.5 Евро	88
4.1.6 Инструменты	88
4.2 БАЗИСНАЯ СТРУКТУРА	89
4.2.1 Размер рынка	90
4.2.2 Банки – маркет-мэйкеры	91
4.2.3 Клиенты	91
4.2.4 Механизм клиринга	93
4.2.5оборот, исключаяющий "клиринг"	94
4.3 ВИДЫ КЛИЕНТОВ	94
4.3.1 Промышленные и коммерческие компании (ПКК)	94
4.3.1.1 Стремящиеся к прибыли	94
4.3.1.2 Не стремящиеся к прибыли	95
4.3.2 Нефтяные и товарные дилеры и торговцы	95

4.3.3 Финансовые учреждения (банки и страховые компании)	96
4.3.4 Продавцы опционов иностранной валюты	96
4.3.5 Трейдеры инвестиционного пула в валюте (фонды хеджирования, частные трейдеры)	97
4.3.6 Инвестиционные менеджеры и менеджеры по оверлею валюты	98
4.3.7 Центральные банки	100
4.4 ФИЗИЧЕСКИЕ И РЕГУЛЯТИВНЫЕ ВОПРОСЫ	101
4.4.1 Валютный контроль	101
4.4.1.1 Контроль местной валюты – зачем это нужно?	101
4.4.1.2 Физический контроль	102
4.4.1.3 Ценовое вмешательство	102
4.4.1.4 Условия ликвидности валютного рынка	103
4.4.1.5 Признаки стран с регулируемой валютой	103
4.4.2 Налогообложение	105
4.4.2.1 Налог Тобина	106
4.4.3 Финансовое регулирование	106
4.4.3.1 Аргентина – изучение конкретного случая	107
5. Теория валютного хеджирования международных портфелей	108
5.1 ДОХОДНОСТЬ ЛОГАРИФМИЧЕСКИ НОРМАЛЬНЫХ СЛУЧАЙНЫХ БЛУЖДАНИЙ	108
5.1.1 Измерение	109
5.1.2 Доходность	109
5.1.3 Волатильность	111
5.1.4 Нормально распределяемая доходность периода	113
5.1.5 Простая проверка	115
5.1.6 Значимость для валютного хеджирования	115
5.2 "БЕСПЛАТНЫЙ ЛАНЧ"	116
5.2.1 Какой путь вверх?	117
5.2.2 Добавление "движущихся частей"	117
5.2.3 Отличия валютного риска	119
5.2.4 Корреляция классов активов	120
5.3 ХЕДЖИРОВАНИЕ И ЭФФЕКТИВНАЯ ГРАНИЦА	123
5.3.1 Создание оптимизатора с валютой	124
5.3.2 Методология оптимизатора	125
5.4 ПОСЛЕДСТВИЯ ОПЕРАЦИОННЫХ ИЗДЕРЖЕК	128
5.4.1 Ожидаемая добавленная стоимость портфеля от пассивного хеджирования	129
6. Пассивный оверлей валюты	132
6.1 МЕХАНИКА	132
6.1.1 Исходный срок платежа по форвардным контрактам	133
6.1.2 Частота потоков наличности	133
6.1.3 Валюты, которые нужно хеджировать	134
6.1.4 Что будет хеджировано – эталон или фактический вес активов?	136
6.1.5 Знаменатель "вклада хеджирования"	138
6.1.6 Частота оценки активов	138
6.2 ПЕРЕБАЛАНСИРОВАНИЕ	138
6.2.1 Частота перебалансирования	140
6.2.2 Буфер перебалансирования (да/нет? размер)	142
6.2.3 Буфер – "процент от чего?"	143
6.2.4 Задержка перебалансирования	144
6.2.5 Нормы оценки	144
6.3 ПОТОК НАЛИЧНОСТИ	145

6.4 ЗАТРАТЫ	146
6.4.1 Прямые затраты	146
6.4.1.1 Скользящие затраты	146
6.4.1.2 Затраты на перебалансирование	147
6.4.2 Косвенные затраты	148
6.4.2.1 Управление потоком наличности	148
6.4.3 Выводы по затратам	151
6.5 ПОСТСКРИПТУМ О ЗАТРАТАХ – КОНФЛИКТ ИНТЕРЕСОВ	151
7. Эталоны оверлея валюты	154
7.1 ЧТО ТАКОЕ ВАЛЮТНЫЙ ЭТАЛОН	154
7.1.1 Обманчивое валютное приписывание	155
7.1.2 Эталон в качестве портфеля	155
7.1.3 Эталонная механика	156
7.2 ИНВЕСТИРУЕМОСТЬ	156
7.2.1 Форвардные валютные цены	157
7.2.2 Курсы WM/Reuters	157
7.2.2.1 Спот-курсы WM/Reuters на момент закрытия биржи	157
7.2.2.2 Форвардные курсы WM/Reuters на момент закрытия биржи	157
7.2.2.3 Суточные курсы WM/Reuters по сделкам спот	157
7.2.2.4 Кросс-курсы	157
7.2.2.5 Банковские праздники	158
7.2.3 Возобновление контрактов	158
7.2.4 Масштаб контрактов	158
7.2.5 Перебалансирование	158
7.2.6 Геометрическое связывание	159
7.3 ПРОЕКТ	159
7.3.1 Методология "актив плюс оверлей валюты"	160
7.3.2 Частный случай – ежемесячное вычисление эталона	161
7.3.3 Оценка контрактов, срок платежа по которым еще не наступил	162
7.3.4 Эталонный коэффициент хеджирования	162
7.3.5 Методология "вложенная валюта плюс оверлей валюты"	163
7.3.6 Методология "только оверлей валюты"	164
7.3.7 Другие методологии	164
7.3.8 Эталон валюты с доходностью актива или без нее?	165
7.3.9 Ценообразование/затраты	165
7.3.10 Цены, а не процентные ставки	166
7.3.10.1 Разница в процентных ставках	166
7.3.10.2 Воображаемое заимствование и предоставление займов	167
7.3.11 Перебалансирование	167
7.3.12 Исходный срок платежа по контракту	168
7.3.13 Эталоны с постоянными сроками платежа	168
7.3.14 Дисконтирование	169
7.3.15 Эталонный коэффициент хеджирования – стратегические соображения	170
7.3.16 Валютное покрытие и вычисление знаменателя	170
7.3.17 Андерлей	171
7.3.18 Эффективность эталона	171
7.3.19 Эталонные потоки наличности	172
7.4 ТЕКУЩАЯ ПРАКТИКА	176
7.5 ПРИМЕРЫ С РЕШЕНИЕМ	177
7.5.1 Методология "актив плюс оверлей"	177
7.5.2 Методология "вложенная валюта плюс оверлей валюты"	179
7.5.3 Только оверлей валюты	180

7.6 ОШИБКА ОТСЛЕЖИВАНИЯ _____	180
7.6.1 Пассивное хеджирование _____	181
7.6.1.1 Продолжительность разницы процентных ставок _____	181
7.6.1.2 Несоответствие цен сделок/эталонных цен _____	184
7.6.1.3 Курсы оценки для неисполненных форвардных контрактов _____	184
7.6.1.4 Изменения коэффициента хеджирования _____	184
7.6.1.5 Перебалансирующие торги – буфер и выбор времени _____	185
7.6.1.6 Методология дисконтирования на оценках _____	187
7.6.2 Выводы по ошибке отслеживания _____	187
8. Оверлей различных классов активов _____	189
8.1 ОБЫКНОВЕННЫЕ АКЦИИ _____	189
8.1.1 Корреляция – исторические данные _____	189
8.1.2 Доказательство корреляции _____	190
8.1.3 Корреляции отдельная валюта/акция _____	191
8.1.4 Стабильность корреляций _____	193
8.1.5 Выводы по корреляциям _____	194
8.1.6 Вложенная валюта _____	194
8.1.7 Анализ устойчивого уровня _____	195
8.1.8 Доходность акций индекса страны _____	200
8.1.9 Корреляции международных акций _____	203
8.1.10 Уменьшение волатильности – исторические данные _____	204
8.1.11 Влияние хеджирования на портфельный риск _____	206
8.1.12 Графики по базисным валютам _____	208
8.1.12.1 Американская основа _____	208
8.1.12.2 Японская основа _____	209
8.1.12.3 Немецкая/евро основа _____	210
8.1.12.4 GBP-основа _____	211
8.2 КОЭФФИЦИЕНТЫ ХЕДЖИРОВАНИЯ _____	211
8.2.1 Текущие дебаты _____	211
8.2.1.1 USD-основа _____	213
8.2.1.2 JPY-основа _____	214
8.2.1.3 DEM/EUR-основа _____	215
8.2.1.4 GBP-основа _____	215
8.3 ОБЛИГАЦИИ _____	216
8.3.1 Корреляция _____	217
8.3.2 Стабильность корреляций _____	219
8.3.3 Снижение волатильности благодаря хеджированию облигаций – исторические данные _____	222
8.3.4 Международная диверсификация _____	222
8.4 СОБСТВЕННОСТЬ _____	226
8.5 ДРУГИЕ КЛАССЫ _____	227
9. Действительно ли валютный рынок эффективен _____	228
9.1 ТИПЫ НЕЭФФЕКТИВНОСТИ _____	228
9.2 ДОКАЗАТЕЛЬСТВО НЕЭФФЕКТИВНОСТИ ВАЛЮТНОГО РЫНКА _____	229
9.2.1 Циклическое поведение _____	229
9.2.2 Недостаток статистического арбитража _____	230
9.3 ЭМПИРИЧЕСКОЕ ДОКАЗАТЕЛЬСТВО ДЛЯ СРЕДНЕСРОЧНЫХ ТРЕНДОВ _____	231
9.4 СМЕЩЕНИЕ ФОРВАРДНОГО КУРСА – ЕЩЕ ОДНА НЕЭФФЕКТИВНОСТЬ _____	234
9.4.1 Каковы доказательства смещения форвардного курса? _____	235
9.4.2 Премия за риск _____	235
9.4.3 Монетарная политика и инфляция _____	237

9.4.4 Иллюзия номинального курса	237
9.4.5 Другие виды неэффективности	238
9.5 УСПЕШНАЯ СОВОКУПНОСТЬ?	239
9.5.1 Пример различных точек зрения на валютном рынке	240
9.6 ВЫВОДЫ ПО ДОКАЗАТЕЛЬСТВАМ НЕЭФФЕКТИВНОСТИ	240
9.6.1 Эффективность слабой формы	240
9.6.2 Эффективность полусильной формы	241
9.6.3 Эффективность сильной формы	241
9.6.4 Транзакционная эффективность	241
10. Активный оверлей валюты – стили управления	242
10.1 ПРОБЛЕМА	242
10.2 МОДЕЛИРОВАНИЕ И ПРОГНОЗИРОВАНИЕ	243
10.2.1 Моделирование – бритва Оккама	243
10.2.2 Могут ли модели работать?	245
10.2.3 А как насчет активного управления инвестициями без моделей?	247
10.2.4 Дилинг и практическое выполнение	248
10.2.5 Своевременность ввода информации	249
10.2.6 Суждение и моделирование	249
10.2.7 Совершение сделок	250
10.3 СТИЛИ АКТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИЯМИ	251
10.3.1 Фундаментальная категория	252
10.3.1.1 Гипотеза	252
10.3.1.2 Входные данные	254
10.3.1.3 Регрессия	254
10.3.1.4 Корреляция	254
10.3.1.5 Торговая модель	255
10.3.1.6 Паритет покупательной способности (ППС)	255
10.3.1.7 Результаты модели	256
10.3.1.8 Смещение форвардного курса	257
10.3.1.9 Выводы по фундаментальному моделированию	258
10.3.2 Техническая категория	258
10.3.2.1 Гипотеза	259
10.3.2.2 Входные данные	259
10.3.2.3 Корреляция	259
10.3.2.4 Регрессия	261
10.3.2.5 Торговые модели	263
10.3.2.6 Итоговые результаты технического моделирования	268
10.3.3 Категория на основе опциона	270
10.3.3.1 Пассивная покупка опциона на последовательно коррелированных рынках	270
10.3.3.2 "Активная" торговля опционами	274
10.3.3.3 Прогнозирование волатильности	274
10.3.3.4 Другие активные опционные стратегии	275
10.3.4 Динамическая категория	275
10.3.4.1 Воспроизведение опционов	275
10.3.4.2 Стил динамического хеджирования в оверлее	276
11. Активный оверлей валюты – доказательства эффективности	280
11.1 ИССЛЕДОВАНИЯ	280
11.1.1 Исследования результатов оверлея валюты	280
11.1.1.1 Отчет Стрейнджа ("Странный отчет")	280
11.1.1.2 Фирма Watson Wyatt	281
11.1.1.3 Фирма Frank Russell	281

11.1.2 Выводы по эффективности	281
11.2 КТО ПРОИГРЫВАЕТ?	282
12. Осуществление оверлея валюты	283
12.1 ИТОГОВЫЙ КОНТРОЛЬНЫЙ СПИСОК	283
12.1.1 Какой тип мандата?	283
12.1.2 Для уменьшающего риск оверлея – эталонный коэффициент хеджирования	285
12.1.3 Инвестиционные директивы – активные	286
12.1.4 Инвестиционные директивы – пассивные	286
12.1.5 Инвестиционные директивы – альфа	287
12.1.6 Банковские валютные линии	288
12.1.7 Подтверждение банковского контракта	289
12.1.8 Соглашение об инвестиционном менеджменте	289
12.1.9 Требования отчетности	289
12.1.10 Периодическая наличность и согласование контрактов	290
12.1.11 Процедуры урегулирования банковских контрактов	290
12.1.12 Вычисление эталона	291
12.1.13 Измерение эффективности	291
12.1.14 Итоговый контрольный список	292
12.2 ПРАКТИЧЕСКИЕ ВОПРОСЫ И ОТВЕТЫ	292
13. Взгляд в будущее	294
13.1 РАЗВИТИЕ СТИЛЕЙ АКТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИЯМИ	294
13.1.1 Различие нисходящий/восходящий	295
13.1.2 Рост/стоимость	295
13.1.3 Контр-трейдеры/импульс	295
13.1.4 Этические менеджеры	296
13.1.5 Стили фондов хеджирования	296
13.1.6 Выводы по стилям	297
13.2 ЕСТЕСТВЕННЫЙ ОТБОР МЕНЕДЖЕРОВ ПО ОВЕРЛЕЮ	297
13.2.1 Конфликт интересов	299
13.3 РАСШИРЕНИЕ АССОРТИМЕНТА ИНСТРУМЕНТОВ ХЕДЖИРОВАНИЯ	300
13.4 БУДЕТ ЛИ НЕЭФФЕКТИВНОСТЬ РАСТИ ИЛИ СОКРАЩАТЬСЯ?	300
13.4.1 Может ли продолжать существовать превосходство результатов работы менеджеров по оверлею валюты?	301
Приложения	302
ПРИЛОЖЕНИЕ 1 – ПОГРАНИЧНЫЕ УСЛОВИЯ ДЛЯ ФОРВАРДНОГО АРБИТРАЖА	302
ПРИЛОЖЕНИЕ 2 – ЛОГАРИФМИЧЕСКИ НОРМАЛЬНАЯ ДОХОДНОСТЬ	307
ПРИЛОЖЕНИЕ 3 – ОТЧЕТ AIMR ®	320
ПРИЛОЖЕНИЕ 4 – ПРИМЕРНЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РУКОВОДЯЩИЕ ПРИНЦИПЫ	329
Об авторе	337

1. Введение

Оверлей валюты – новая отрасль управления капиталовложениями, поэтому неудивительно, что литература по этой теме только начинает появляться; в частности, на момент написания данной книги (2003 г.) не было ни одной сопоставимой всесторонней книги по оверлею валюты.

Поскольку оверлей валюты – новая тема, я решил писать эту книгу таким образом, чтобы она выполняла две функции: во-первых, функцию учебника для начинающих; во-вторых, функцию справочника. Даже в самые лучшие времена сложно писать для разнородной аудитории; писать для разнородной аудитории и при этом выполнять две функции – трудно вдвойне. Чтобы облегчить эту задачу, я приведу здесь список используемых мной методов.

• Аргумент из первых принципов

Насколько возможно, я стараюсь ограничить ссылки на внешние теории или академическую литературу. Теоретически, я хотел бы, чтобы способный и математически грамотный читатель мог понять аргументы, приведенные в этой книге, не имея предшествующих знаний о мире валюты или любой литературе, которая его окружает.

• Использование математики

Я буду использовать математику только в таком объеме, которого будет достаточно, чтобы объяснить мою точку зрения или изложить мои доводы. Я старался избежать высшей математики, где это было возможно. Вообще, ссылки на "данные" математические теории содержатся только в статистических формулах, где просто недостаточно места для того, чтобы получить их из первых принципов.

• Блоки

Я буду использовать технику, примененную Норманом Дэвисом в книге *"Европа – История"*¹, где он создает блоки с отдельными "историями". В то время как полное описание оверлея валюты, несомненно, далеко не так комплексно, как история Европы, я, тем не менее, полагаю, что читатель найдет полезным текст, который не является полностью "линейным". Я также использую блоки, чтобы объяснить или описать термины, которые могут быть незнакомыми.

Эта книга нацелена на широкую аудиторию. Я ожидаю, что ее читателями будут менеджеры по оверлею валюты, представители более широкой индустрии управления капиталовложениями, инвестиционные консультанты и актуарии, более грамотные с инвестиционной точки зрения менеджеры пенсионных фондов, отделы по управлению капиталовложениями страховых компаний, банки, осуществляющие валютные операции, и банки, принимающие на хранение ценности. Эта книга также неизбежно появится на столах студентов, изучающих финансы и смежные дисциплины, хотя она не написана как учебник.

¹ Davies, N., *Europe - a History*, Oxford University Press, December 1996; ISBN 0-195-20912-5.

Что отличает эту книгу от схожей книги, написанной как учебное пособие? Во-первых, она не предназначена специально для какого-либо класса, курса, степени или квалификации. Во-вторых, она не предназначена быть полностью строгой. Это сделано преднамеренно – полная строгость значительно расширила бы размер книги, оставляя без изменения основное содержание. В-третьих, учебник, как правило, не предназначен для разнородной аудитории. Читатели, скажем, среди дипломированных специалистов, получающих квалификацию AIMR¹ или аспирантскую степень, захотели бы видеть в подобной книге намного меньше вводной информации по финансам и экономике и гораздо больше математической строгости.

Насколько я знаю, в настоящее время оверлей валюты не входит в программы по изучению инвестиционного менеджмента или в какой-либо другой финансовый курс. Когда, и если, он станет частью стандартных университетских или профессиональных курсов, учебник, несомненно, появится.

1.1 БАЗОВАЯ ИНФОРМАЦИЯ ОБ ИНВЕСТИЦИЯХ

Читатели, совершенно незнакомые с инвестициями, могут найти полезным краткий курс для начинающих относительно ключевых инвестиционных инструментов и ключевых категорий инвесторов. Я делаю это, поскольку я буду ссылаться на эти документы на протяжении всей книги. Читатель, знакомый с базовыми инвестиционными принципами, может пропустить этот короткий раздел и перейти к стр. 25.

1.1.1 Инструменты инвестора

Существует два главных инвестиционных класса: обыкновенные акции и облигации, и оба из них также являются инструментами. Существует более широкий набор меньших классов активов (наличность, собственность, прямое инвестирование в акционерный капитал, фонды хеджирования, предметы потребления), хотя некоторые из них (например, фонды хеджирования) не являются инструментами.

Блок 1.1 Что такое оверлей валюты

Инвестор – скажем, американский инвестор – решает вложить капитал в британский фондовый рынок. Решение об инвестициях в Великобританию определено не взглядом инвестора на перспективы британского фунта, а хорошими перспективами британского фондового рынка и стремлением к диверсификации. Однако для покупки британских акций американский инвестор должен купить на валютном рынке фунты на доллары. Затем на фунты он покупает британские акции. Каждый месяц инвестор будет получать оценку этих инвестиций, и на эту оценку буду влиять два рынка, (а не один) – (i) общий уровень британских акций в фунтах и (ii) уровень фунта по отношению к доллару.

¹ Association of Investment Management and Research (Ассоциация инвестиционного менеджмента и исследований) - весьма уважаемая американская торговая ассоциация по управлению активами и присуждению квалификацией CFA (Chartered Financial Analyst – Дипломированный финансовый аналитик).

Инвестор может решить, что неуверенность, вызванная изменением в обменном курсе доллар/фунт нежелательна, и захочет избавиться от нее (или "хеджировать" ее). Он нанимает менеджера по оверлею валюты, который должен поддерживать портфель форвардных валютных контрактов, чтобы компенсировать любые движения в обменном курсе доллар/фунт. Вообще говоря, эти контракты обязывают инвестора продать определенное количество фунтов по отношению к доллару в установленные дни в будущем. Такой "оверлей" не требует никаких инвестиций со стороны инвестора; требуется только кредитный лимит в валютных банках, позволяющий менеджеру по оверлею заключать форвардные контракты с банками от имени инвестора.

"Результаты" оверлея валюты бывают двух видов: оценки форвардных валютных контрактов и наличные расчеты по форвардным контрактам, подлежащим погашению. Эти два вида объединяются, чтобы стать вкладом в результаты оверлея валюты. Менеджер по оверлею, который поддерживает валютный хедж на основании постоянного соотношения портфеля, осуществляет "пассивный оверлей"; менеджер, который изменяет его согласно своему взгляду на перспективы фунта, управляет "активным оверлеем".

Не так давно выражение "оверлей валюты" было расширено, и теперь оно охватывает активные мандаты, которые ориентированы исключительно на прибыли, а не на сокращение риска. Эти мандаты не ограничиваются просто форвардными контрактами по продаже валют, уже находящейся в портфеле, против базисной валюты – они могут использовать любую пару валюты в любом направлении.

Обыкновенные акции (или просто акции) представляют собой долю в компании с ограниченной ответственностью и дают право держателю на остаточную стоимость при ликвидации компании, а также на регулярные выплаты в форме дивидендов из избыточной прибыли после удовлетворения других притязаний. Котируемые обыкновенные акции (те, что продаются на известных биржах) обычно являются достаточно ликвидными для поддержания "вторичной" цены на рынке. Эта рыночная цена является ключевым понятием для большей части данной книги, где обсуждаются международные акции и валютный риск. Стоит отметить, что валюта, в которой котируются обыкновенные акции (которая обычно, но не всегда, является той же самой, что и валюта, в которой компания представляет свои отчеты), важна для начальной классификации валютного риска обыкновенных акций.

Облигации, на первый взгляд, кажутся намного более простыми инструментами, чем обыкновенные акции. Они представляют собой ссуду инвестора некоторой компании или иной экономической организации. Организациями, выпускающими облигации, могут быть компании, владеющие активами, правительства, международные организации и смешанные группы из государственного/частного сектора. Облигация (я думаю, что даже в нашем электронном мире легче всего ее представить, как лист бумаги) представляет собой обещание эмитентом держателю ряда платежей. Сначала выплачивается установленная сумма наличных (купон), скажем, 6 долларов в год, до определенной даты, а затем – основная сумма, которая почти всегда, по традиции, составляет 100 долларов (или 100 фунтов или евро в зависимости от валюты облигации). Платежи по облигационным купонам обычно осуществляются либо раз в год (главным образом, правительства), либо раз в полгода. Для ежегодных платежей последний платежный день (когда возвращается основная сумма) также обычно является днем платежа по купону. Существует большое разнообразие вариаций на эту простую тему, наиболее важной из которых является тот факт, что существуют облигации, в которых и купон, и основная сумма связаны с индексом потребительских или розничных цен ("индексированные" облигации), а также в которых сумма купона изменяется согласно преобладающим краткосрочным ставкам, вместо того, чтобы быть фиксированной

(облигации с "плавающим курсом").

Облигации могут быть выпущены и выпускаются в различных валютах, хотя для практических целей они продаются (на вторичном рынке) в той же валюте, что и валюта их выпуска.

1.1.2 Ключевые категории инвесторов

Кто является главным инвестором в обыкновенные акции и облигации? Окончательный ответ – "индивидуумы", но большая часть этой собственности рассеяна в одном или нескольких промежуточных слоях, так что большая часть важных решений принимается менеджерами больших объединений активов. Их обычно называют "учреждениями-вкладчиками", хотя употребление этого термина в некоторой степени неправильно, так как они, главным образом, являются профессиональными коммерчески ориентированными менеджерами, а не представителями "учреждений"

Инвестиции связаны с отсрочкой потребления. Существуют много различных причин отсрочки потребления, но наиболее важной теперь является отсрочка дохода с того периода, когда индивидум работает, к периоду его отставки. Раньше такого не было, по крайней мере, на рынках государственных ценных бумаг. В период расцвета капитализма девятнадцатого века большую часть инвесторов составляли богатые люди, стремящиеся к еще большему богатству и не думающие о своей отставке, а также страховые и сберегательные компании, инвестирующие небольшие вклады держателей страховых полисов, чтобы предусмотреть обеспечение на случай жизненных бедствий – смерти, ущерба, пожара – но, как правило, не на случай пенсии. Немногие женщины были экономически активными в этот период (т.е. имели оплачиваемую работу), а мужчины работали до 60 или 65 лет.

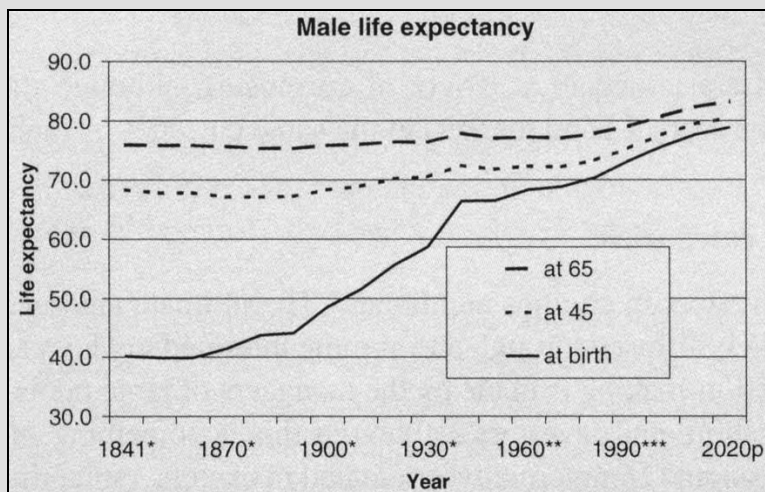
Фундаментальные изменения в экономической и социальной структуре западных обществ в конце двадцатого века привели к тому, что семьи больше не стремятся заботиться о своих пожилых родственниках, средняя продолжительность жизни в развитых странах заметно увеличилась, а средний пенсионный возраст понизился. См. Блок 1.2. Часто рабочий уходит на пенсию в пятьдесят пять лет и живет до восьмидесяти. Это требует 25 лет дохода – дохода, который правительства или не желают, или, что в настоящее время происходит все чаще, неспособны обеспечивать. Обеспечение этого дохода – главная задача индустрии инвестиционного менеджмента.

Блок 1.2 Средняя продолжительность жизни

Средняя продолжительность жизни в развитых странах увеличивается почти непрерывно в течение двух столетий. Однако характер смертности также изменился, и это оказывает значительное воздействие на потребностях в пенсионном обеспечении и на его масштаб. В Великобритании, например, поражает значительное снижение уровня смертности в *раннем возрасте*. В девятнадцатом и начале двадцатого столетия люди умирали в каждой возрастной группе – главным образом, вследствие инфекционных болезней и того, что сейчас мы назвали бы причинами, которых можно избежать – несчастных случаев, родов и т.д.

В конце двадцатого и начале двадцать первого столетия умирают почти исключительно пожилые люди. Это означает, что население становится все более и более пожилым, и соотношение рабочих лет и лет пенсии нарушилось. В 1841 г. только 30% рожденных мужчин достигали 65 лет; в 2000 г. 65 лет достигли 83%. Средняя продолжительность жизни для тех, кому посчастливилось достичь 65 лет, изменилась менее значительно. В 1841 г. средняя продолжительность жизни 65-летнего человека составляла 76 лет; в 2000 г. – 81 год.

Этот эффект можно наблюдать графически на примере средней продолжительности жизни мужчин при рождении, в 45 и 65 лет:



Источник: Статистическое ведомство Британского правительства.

Для женщин ситуация очень схожа: их продолжительность жизни лишь на несколько лет дольше в каждом возрасте. Таким образом, благодаря непрерывному подъему сплошной линии и недавнему подъему пунктирной и штриховой линий обеспечение дохода на пенсии становится таким трудным и важным.

Эти изменяющиеся социально-экономические тенденции подразумевают, что большая часть инвестиций осуществляется пенсионными фондами. Помимо крупного сектора "пенсионных фондов" существуют также взаимные фонды и инвестиции страховых компаний, целью которых, даже если об этом не говорится открыто, также в значительной степени является обеспечение личного дохода на пенсии.

Пенсии можно разделить на два основных типа – пенсии установленного пособия и установленного вклада.

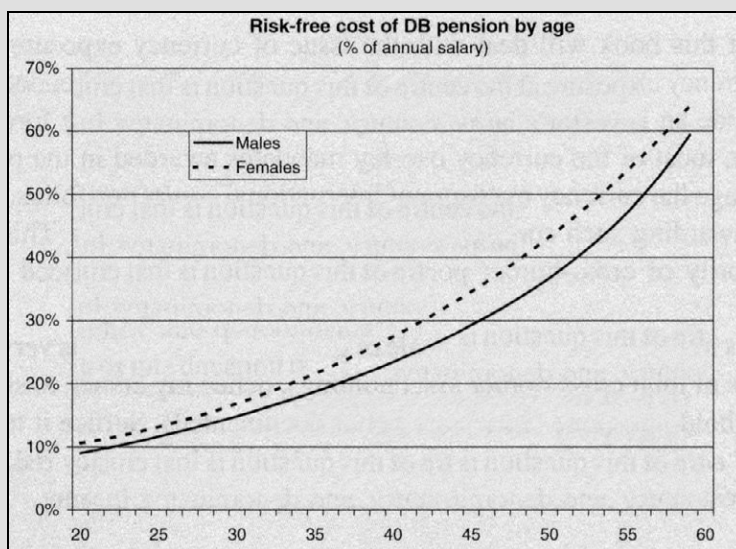
1.1.3 Пенсии установленного пособия

Пенсии установленного пособия (DB – defined benefit) представляют собой обещание работодателя, или правительства, ежегодно выплачивать определенную пенсионную сумму в период между датой выхода на пенсию и смертью.

Блок 1.3 Пенсии установленного пособия

Ключевой характеристикой пенсий установленного пособия является тот факт, что пенсию на их основе не затрагивают никакие факторы кроме числа лет пенсионной занятости и последней (или, реже, средней) зарплаты служащего. Пенсии установленного пособия обычно выражаются в форме "1/60 последней зарплаты за каждый год пенсионной занятости". В Великобритании, но не США, теперь они должны индексироваться (в пределах 0-5% в год) после выхода на пенсию. Обычно они предлагаются мужчинам и женщинам на одинаковых условиях, хотя для

предпринимателя ожидаемая стоимость выше для женщин, чем для мужчин вследствие более высокой средней продолжительности жизни женщин. Стоимость пенсий установленного пособия очень чувствительна к прибылям по инвестициям в недвижимость, увеличениям заработка и долгожительству. Если бы обеспечение пенсии установленного пособия было передано третьей стороне, например, страховой компании, то, исходя из финансовой экономики, можно было бы вычислить ежегодную плату, которую страховая компания должна будет потребовать с работодателя. Я предполагаю, что страховая компания готова взять риск смертности (аннуитета) (который является диверсифицируемым), но не инвестиционный риск (который является систематическим), а также что контракт оценивается по себестоимости. На графике, приведенном ниже, показана ежегодная стоимость пенсии в сравнении с возрастом служащего на основании следующих предположений: пенсия в Великобритании; инвестиции только в государственные ценные бумаги; реальные доходы по ним – 2,5%; пенсия без максимального или минимального уровня; средняя смертность в Великобритании; ежегодное увеличение зарплаты – на 3% в год выше инфляции; непрерывная занятость у одного работодателя в течение 40 лет; уход на пенсию в 60 лет; 1/60-я накопления. Более поздние годы являются более дорогими для работодателя из-за улучшения приобретенных прав с увеличением заработка. Наконец, чтобы все окончательно прояснить, скажу, что этот график означает, что *ежегодная* стоимость для работодателя мужчины в возрасте 59 лет составляет 60% его заработка!



Согласно этим предположениям ежегодная средняя стоимость для работодателя составляет 26% в год для мужчин и 30% в год для женщин.

Установленная сумма может повыситься (в Великобритании она обычно увеличивается в соответствии, например, с инфляцией), но она никогда не будет понижаться. Уровень пенсии не зависит от поведения любых лежащих в основе активов, гарантирующих пенсию, – он зависит только от правил начисления пенсии. Это свойство является отличительной особенностью такого вида пенсий по сравнению с программами пенсионного обеспечения установленного вклада.

1.1.4 Пенсии установленного вклада

Программы пенсионного обеспечения установленного вклада (defined contribution – DC) в действительности не являются программами пенсионного обеспечения. В основном это взаимные фонды или паевые трасты с выгодными налоговыми условиями. Выгодные налоговые условия обычно заключаются в том, что правительства предоставляют льготы по подоходному налогу при вложении средств в DC-схему, и позволят накапливать доход и прирост капитала внутри фонда без обложения налогом.¹ В качестве компенсации правительства обычно облагают налогом всю последующую стоимость капитала как доход, когда она получается пенсионером, что обычно имеет форму получения ежегодной ренты.

Программы пенсионного обеспечения установленного вклада позволяют индивидуумам строить свой собственный "банк" активов, часто с вкладами, которые также поступают от их работодателя. Большинство юрисдикций требует, чтобы уходящие на пенсию члены программы установленного вклада покупали аннуитет с использованием большей части или всего такого "банка". Аннуитет – обещание обеспечителя (как правило, страховой компании) выплачивать установленную сумму ежегодно с даты покупки до смерти аннуитента. Платежи по аннуитету, в действительности, являются пенсией. Цены аннуитетов устанавливаются рынком, которым управляют страховые компании. Они объединяют риск смертности, который они берут на себя, а затем повторяют платежи, которых требует владение облигациями. Если облигации дороги (то есть доходы по облигациям низки), то аннуитеты будут дорогими (то есть постоянные издержки будут покупать меньше ежегодной пенсии).

Перед DC-инвестором, следовательно, стоят два очень значимых финансовых риска: (1) риск плохих результатов его инвестирования до момента его выхода на пенсию и (2) риск того, что ежегодные ренты будут дорогими, уменьшая, таким образом, его пенсию.

1.1.5 Инвесторы в контексте оверлея валюты

В оставшейся части этой книги будет рассматриваться проблема валютного риска и институциональных инвесторов. Риск потенциальных убытков при изменении валютного курса, стоящий в центре этого вопроса, является риском, вложенным во владение ценными бумагами за пределами родной страны инвестора и выраженным в иностранной валюте. На практике большинство мандатов на оверлей валюты, предоставленных в период с 1985 по 2002 гг., должны были управлять валютным риском международных портфелей *акций*. Кроме того, большинство инвесторов, предоставляющих такие контракты, было пенсионными фондами установленного пособия. Это произошло потому, что большая часть международных портфельных инвестиций осуществляется портфелями акций пенсионных схем установленного пособия.

В таблице 1.1 показаны приблизительные оценки масштаба мировых классов активов. Очень сложно дать разумную оценку суммарных международных запасов

¹ В Великобритании печально известная отмена льгот в 1997 г. для пенсионных фондов-держателей британских обыкновенных акций была частичной отменой этого не облагаемого налогом статуса. Положение в отношении облигаций в настоящее время является аномальным – стоимость облигационного процента является полностью освобожденной от уплаты налога для британских корпораций и не подлежит обложению налогом в руках пенсионных фондов.

Базовая информация об инвестициях

активов, поэтому я решил показать оценки только для заграничных авуаров установленного пособия (которые лучше зафиксированы в документальной форме). На этой стадии достаточно сказать, что *международные акции* – крупнейший создатель идентифицируемого валютного риска, а *пенсионные фонды установленного пособия* – крупнейшие инвесторы, подвергающиеся валютному риску.

Таблица 1.1 Оценка мирового владения активами (миллиарды долларов)

	Общая капитализация мирового рынка	Из которых DB-фондам принадлежит	Из которых DB за границей	Общий% DB	Зарубежный% DB
Акции	23800	5200	1126	22%	22%
Облигации	18000	3466	125	19%	4%
Всего	41800	8666	1251		

Источники: MSCI; Record Currency Management, декабрь 2002 г.

2. Проблема

2.1 ОЦЕНКА АКТИВОВ И ОТВЕТСТВЕННОСТИ, ВОЛАТИЛЬНОСТЬ И ПЛАТЕЖЕСПОСОБНОСТЬ

2.1.1 Финансируемые программы пенсионного обеспечения

Пенсионные фонды как особые финансовые объекты – послевоенное явление. Они появились в больших количествах в 1950-х гг. в США и Великобритании, и они вкладывали значительные средства в отечественные, главным образом, правительственные облигации. Отечественные облигации расценивались как безопасное вложение капитала, кроме того, доверительные управляющие, во многих юрисдикциях связанные юридическими ограничениями, не имели ни опыта, ни стимула вкладывать капитал в какие-либо другие инструменты.

Идея учреждения доверительных управляющих в установленной законом структуре для контроля за инвестициями отдельного фонда постепенно развивалась в законодательстве США,¹ Великобритании, Австралии, Канады, Нидерландов и Швейцарии, так же как нескольких небольших стран. Стоит отметить, что главные экономики континентальной Европы, Германия, Франция и Италия, не принимали эту модель тогда и в значительной степени не сделали этого до настоящего времени. Япония – частный случай со значительными финансируемыми схемами, но не в стандартной модели спонсирования работодателем.

Пенсионные фонды были учреждены только потому, что спонсирующий работодатель дал обещание своим сотрудникам выплачивать им пенсию. Вообще говоря, эти обещания заключались в том, что служащий "зарабатывал" часть своего последнего заработка в течение каждого года занятости. Типичная программа пенсионного обеспечения может предложить 1/60 или 1/80 последнего заработка в качестве пенсии за каждый год работы. В США это остается обещанием, которое не связано с инфляцией после отставки; в Великобритании пенсиям установленного пособия теперь должна присваиваться индексация ограниченной цены – в действительности связанная с розничными ценами, при этом ее максимальный уровень равен 5% в год, а минимальный уровень – 0% в год. Правительства и регулирующие органы справедливо опасались разрешать компаниям принимать на себя долгосрочные финансовые обязательства перед служащими (которые также являются избирателями!), без задействования некоторого механизма, гарантирующего выполнение этих обещаний. Отсюда и появился пенсионный фонд, юридически отличный от компании и способный пережить неплатежеспособность компании без опасности нападения ликвидатора.

Очевидно, что желательная цель обеспечения пенсионеров и будущих пенсионеров

¹ Майкл Клауэс, в течение многих лет являющийся редактором главного отраслевого пенсионного журнала («*Пенсии и Инвестиции*») в США, написал подробную послевоенную историю американских пенсионных фондов. Clowes, M. J., *The Money Flood*, John Wiley & Sons; ISBN 0-471-38483-6.

состоит в том, чтобы гарантировать, что в случае неплатежеспособности спонсирующей компании, активы пенсионного фонда достаточны, чтобы оплатить все невыполненные обязательства полностью. Вот здесь и начинается значимое противоречие. Я считаю, что для полного исследования понятия инвестиционного риска в пенсионном фонде, я должен разъяснить некоторые элементы такого противоречия.

2.1.2 Оценка активов

В современном мире электронной связи, контроля за рыночными ценами в режиме реального времени, а также больших и ликвидных рынков ценных бумаг может показаться, что вопрос установления стоимости активов пенсионного фонда является относительно тривиальным. Почему бы ни определить цену всех составляющих акций и не суммировать последовательное значение каждого владения из целого портфеля? В то время как могут оставаться некоторые вопросы в отношении оценки ценных бумаг, не котирующихся на бирже, а также другой собственности, стоимость реализации, тем не менее, будет установлена с незначительной разницей. Эта процедура была принята во многих, но не во всех, основных юрисдикциях финансируемых пенсий. Даже в тех, где рыночная оценка в настоящее время является стандартом, эта перемена во многих случаях произошла в течение последних 10 лет.

Что могло быть возможным альтернативным основанием? Ответ на этот вопрос зависит от юрисдикции, а также от методов профессионалов, ответственных за оценку пенсионного фонда, – актуариев.

В Великобритании и США до совсем недавнего времени многие оценки активов пенсионных фондов делались на основе "дисконтированных поступлений наличности". Оценка дисконтированных поступлений наличности игнорирует рыночную стоимость ценных бумаг, которые во всем остальном являются отлично котирующимися ценными бумагами, и вместо этого оценивает их на основе модели оценки. Для обыкновенных акций эта модель выглядит примерно следующим образом:

- **Шаг 1** Установите текущий дивидендный доход ценной бумаги или индекса
- **Шаг 2** Спланируйте дивиденд на будущее, используя предположение о росте дивиденда
- **Шаг 3** На основе этих предположений вычислите поток движения наличности по дивиденду
- **Шаг 4** Дисконтируйте поток движения наличности к текущей стоимости (present value – PV) с произвольной ставкой дисконта
- **Шаг 5** Назовите эту текущую стоимость оценкой активов

В отношении данного метода оценки существуют многочисленные возражения, не в последнюю очередь в отношении того, что полученная таким образом оценка не будет представлять собой продажную стоимость активов. Другие возражения включают произвольный характер предположений о росте дивиденда и ставки дисконта, ни один из которых нельзя с легкостью определить при обращении к рынку. Действительно, можно утверждать, что единственным возможным обращением к рынку будет выведение подразумеваемого темпа роста дивиденда и ставки дисконта дивиденда по акциям из рыночной оценки ценной бумаги – что делает весь процесс просто явно круговым.

Оценки дисконтированных поступлений наличности были почти заменены рыночными оценками в оценках пенсионных фондов (см. таблицу 2.1), так что обсуждение может показаться слегка академичным. Однако культура, создавшая актуарные оценки

активов, остается в оценке денежных обязательств. Таблица 2.1 показывает, что методология оценки рыночной стоимости, будучи крупнейшей категорией оценки активов, ни в коем случае не является единственной методологией. "Сглаженное значение" (берется только соотношение изменений стоимости активов за каждый год) и "балансовая стоимость" (стоимость по существу) также на удивление широко распространены.

Таблица 2.1 Относительная частота метода оценки активов в Северной Америке

	США		Канада	
	Небольшие планы	Большие планы	Небольшие планы	Большие планы
Количество откликов	5799	3168	274	311
Группа оценки активов				
Справедливая рыночная стоимость	65,3%	48,6%	90,5%	47,3%
Дисконтированный поток наличности	0,0%	0,1%	0,0%	0,3%
Балансовая стоимость	27,8%	13,9%	1,1%	4,5%
Сглаженное значение	6,9%	36,4%	8,0%	42,1%
Другое (включая комбинацию методов)	0,1%	1,0%	0,4%	5,8%

Источник: Обзор методов оценки активов для пенсионных планов установленного пособия, Общество актуариев, 1999 г.

Стоит отметить, что "в течение периода с 1988 по 1996 гг. в США плановые активы умеренно "переоценивались в соответствии с текущими рыночными ценами" (начиная с низкого значения в 0,3% всех планов в 1989 г. до высокого значения в 2,6% всех планов в 1996 г.), а в Канаде – очень редко" (Общество актуариев, Отчет за 1999 г.). Так что изменения в соответствии с рыночной оценкой появились очень недавно и очень быстро. Читатель отметит "балансовую стоимость" в качестве оценочной альтернативы, которая, по существу, является стоимостью покупки актива (или, возможно, рыночной оценкой, если она меньше). Поскольку большинство активов будет находиться в долгосрочном владении, балансовая стоимость не будет признавать никакой неустойчивости в оценке, вызванной либо колебаниями фондового рынка, либо колебаниями валюты.

2.1.3 Оценка денежных обязательств

Денежные обязательства, на первый взгляд, не подпадают под оценку на основе рынка так аккурратно, как активы. Денежные обязательства пенсионных фондов установленного пособия являются неопределенными по отношению к будущим оттокам наличности. Они зависят от ряда неопределенных величин, включая:

- Смертность (которая в настоящее время имеет неблагоприятную тенденцию)
- Инфляцию выплачиваемых пенсий (в зависимости от пенсионного обещания)
- Инфляцию заработка до выхода на пенсию
- Ранний уход из жизни (благоприятный риск для фонда)
- Ранний выход на пенсию отставка (переменный эффект)

Благодаря совокупности этих факторов вычисление потоков будущей выручки представляет собой предположение или диапазон значений с установленными вероятностями, а не точное значение. Однако все эти неопределенные величины можно оценить с большей или меньшей точностью, и такие оценки вряд ли быстро изменятся (смертность) или могут

быть хеджированы (инфляция). Остается одна ключевая неопределенная переменная, которая приведет эти потоки будущей выручки к сегодняшней стоимости – учетная ставка.

2.1.4 Учетная ставка денежных обязательств

Значение, а также лежащие в его основе принципы вычисления учетной ставки ни в коем случае не являются решенным вопросом, и, действительно, во время написания работы они находились в самом верху политической повестки дня в Великобритании и, в меньшей степени, в США и в других странах. Что же является столь спорным?

Оценка денежных обязательств имеет длительную историю. Позиция большинства развитых стран с финансируемыми пенсионными секторами заключается в том, что денежные обязательства оцениваются двумя или тремя различными способами в зависимости от контекста. В США ERISA¹ требует, чтобы фонды проходили регулярную проверку на платежеспособность, чтобы определить, соответствуют ли они минимальным требованиям платежеспособности. Данный контекст результатов оценки активов показан в таблице 2.1. Оценка долгов также различна, при этом пенсионные фонды не отчитываются в отношении своих денежных обязательств, дисконтированных по безрисковой учетной ставке. Кроме того, в соответствии с американским нормативом бухгалтерского учета FAS87 компании обязаны сообщать о сумме своих чистых обязательств и затратах на пенсионное обеспечение. Тем не менее, это учитывает сглаживание оценок активов, так же как и выбор трех ключевых переменных для оценки пассива – инфляции заработка, "ожидаемой нормы прибыли" и учетной ставки.

В соответствии с FAS87 учетная ставка обычно применяется к выплачиваемым пенсиям и, в меньшей степени, к будущим пенсиям в более краткосрочном сегменте спектра сроков платежа. "Ожидаемая норма прибыли" является учетной ставкой, применяемой к обязательствам с большим сроком погашения. Номенклатура показывает: пассивы не имеют ожидаемой нормы прибыли; в то время как активы ее имеют. Почему доходность активов фонда должна затрагивать вычисление текущей стоимости обязательств?

Блок 2.1 Дисконтирование

У пенсионного фонда есть обязательства платить своим пенсионерам вплоть до отдаленного будущего. Как фонд оценивает это обязательство в сегодняшних деньгах? Это важно хотя бы только потому, что это дает ориентир относительно того, сколько ему требуется активов, оцениваемых сегодня, чтобы выполнить эти обязательства. Представьте, что пенсионный фонд должен порядка £10 млн. ежегодно с сегодняшнего дня до 2050 г., после которого у него нет никаких дальнейших обязательств. (Пенсионные обязательства не имеют характеристики оплаты такого уровня – она приведена исключительно для иллюстративных целей).

Мы можем рассчитать текущую стоимость этого обязательства, используя безрисковую ставку (скажем, 4% в год) – ставку дохода от вложения в правительственные облигации соответствующего срока платежа. Мы также можем сделать оценку по более высоким учетным ставкам, в "надежде" на то, что активы в фонде (на другой стороне балансового отчета) принесут доход больший или равный более высокой предполагаемой ставке. Мы можем показать огромное влияние изменения учетной ставки в следующей таблице:

¹ Employee Retirement Income Security Act - Закон США о пенсионном обеспечении (1974 г.).

Ставка дисконтирования (учетная)	Текущая стоимость (млн. £)	% безрисковой текущей стоимости
4% (без риска)	222	100%
5%	191	86%
6%	167	75%
7%	147	66%
8%	132	59%
9%	119	54%
10%	109	49%

Ответ, я полагаю, лежит в *реальной политике* профессии актуариев. Компании, максимизирующие прибыль, хотят минимизировать свои платежи пенсионным фондам до таких размеров, которые были бы достаточными для поддержания платежеспособности фондов. Поскольку они увеличили свои владения обыкновенными акциями в 1950-х и 1960-х гг., более высокие прибыли по обыкновенным акциям подразумевали, что каждый год учетная ставка, используемая для оценки обязательств их фондов, выглядела излишне консервативной. Если их активы росли, в среднем, быстрее пассивов, то разве это не было поводом для того, чтобы скорректировать учетную ставку обязательств, чтобы она больше соответствовала прибылям, достигнутым в портфеле ценных бумаг?

Давление на актуариев со стороны компаний, а затем на правительственных чиновников со стороны актуариев (благодаря их положению в рабочих группах и т.д.) зародило в законе идею о том, что безрисковая ставка для учетной ставки дисконтирования по обязательствам была роскошью, которая не просто была им не нужна, но которую они не могли себе позволить. На ее месте появился ряд учетных ставок, каждая из которых применялась к различным типам обязательств (выплачиваемые пенсии, активные сотрудники, отсроченные пенсионеры (бывшие сотрудники)), грубо отражая срок погашения обязательства и его "определенность". "Неопределенные" обязательства, особенно для молодых работающих сотрудников, могли быть дисконтированы по доходности "предполагаемой акции" (в 2000 г. в Великобритании она составляла приблизительно 9% в год против безрисковой ставки, составляющей приблизительно 5,5%).

Большинство правительств не заметило (несмотря на регулярное появление недостаточно финансируемых программ пенсионного обеспечения в несостоятельных компаниях), что введение "долгосрочных" норм прибыли в учетных ставках обязательств гарантирует, что существует большая вероятность того, что первичная цель пенсионных фондов – гарантировать платежи пенсионерам – потерпит неудачу. При переходе от двадцатого к двадцать первому веку процентные ставки (и инфляция) в основных промышленно развитых странах падают до самого низкого значения за 40 лет. Это не только создало хорошо известные проблемы для страховых компаний, таких как Equitable Life в Великобритании (которая обещала (высокие) гарантированные ставки ежегодной ренты некоторым из своих сберегателей), но также сделало все более и более несостоятельным предположение о доходности акции для ставки дисконтирования обязательств.