

10.11. ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ МИРОВОГО И РОССИЙСКОГО РЫНКОВ ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Петрова И.А., аспирант кафедры
«Мировая экономика и международные финансы»

ОУП «Академия труда и социальных отношений»

В статье проанализированы направления и тенденции развития мирового и российского рынков производных финансовых инструментов в современных условиях. Рассмотрены этапы становления рынка в России и за рубежом, определены основные проблемы, препятствующие развитию рынка производных финансовых инструментов. Содержатся выводы о возможных путях выхода рынка из мирового финансово-экономического кризиса, а также о необходимости дальнейшего совершенствования государственного регулирования российского рынка производных финансовых инструментов как фактора его успешного развития.

ВВЕДЕНИЕ

В условиях высокой волатильности цен, процентных ставок, валютных курсов многократно возрастают финансовые риски участников экономических отношений. Поэтому проблема страхования рисков стала одной из важнейших макроэкономических проблем, от решения которой зависит возможность обеспечения устойчивости экономики в целом. Необходимость совершенствования механизмов борьбы с этими рисками привела к серии экономических кризисов, охвативших развитые страны в 1970-1980 гг. Развитие мировой экономики показывает, что решение этой проблемы связано с развитием рынка производных финансовых инструментов (ПФИ) и совершенствованием его государственного регулирования. Инструменты рынка ПФИ выполняют важнейшую функцию управления финансовыми рисками через операции хеджирования и активно используются в этих целях на мировых рынках производных финансовых инструментов. Необходимо стимулировать развитие и российского рынка ПФИ именно в этом направлении.

МИРОВОЙ РЫНОК ПФИ

Мировой рынок ПФИ стал развиваться быстрыми темпами с конца 1970-х гг. после либерализации мировой финансовой системы и перехода к плавающим валютным курсам. Возникновение, наряду со стандартными биржевыми контрактами, рынка внебиржевых контрактов с индивидуальными условиями существенно расширило возможности участников рынка по страхованию рыночных рисков.

Срочные биржи в мире являются центрами финансовой активности и ценообразования по многим активам, а также механизмом, позволяющим хеджировать многомиллионные риски. Общие суммы рисков, передаваемые ежедневно участниками крупнейших срочных бирж мира, достигают сотни миллиардов долларов, а общий объем рынка в показателях объема торгов и открытых позиций ежегодно показывает положительную динамику.

В конце XX – начале XXI вв. произошли заметные структурные и инфраструктурные изменения, связанные с развитием передовых технологий, способствующих развитию биржевой и внебиржевой торговли, а также привлечению новых участников. Возросшая конкуренция и глобализация финансовых рынков способствовала ускорению процессов консолидации и объединения бирж.

Крупнейшей мировой биржей является электронная биржа EUREX, образованная в 1998 г. в результате слияния немецкой Deutsche Terminbourse (DTB) и швейцарской SOFFEX. Успех EUREX обусловлен наличием активного денежного рынка, использованием современной электронной системой торгов.

Существенно усилила свои позиции американская CBOE (Chicago Board Options Exchange) благодаря беспрецедентному росту рынка опционов на акции.

Рост объемов французской биржи MATIF (Marché à Terme International de France) обусловлены, в первую очередь, бурным ростом торгов контрактами на фондовые индексы и акции [7, с. 10].

Для современного этапа развития биржевых рынков характерна тенденция к консолидации, которая проявляется в формах горизонтальной и вертикальной интеграции [4].

Горизонтальная интеграция биржевого бизнеса, состоящая в объединении схожих по условиям функционирования и предоставляемым услугам организаций, ведет к увеличению ликвидности рынка производных финансовых инструментов за счет объединения числа одновременно работающих участников интегрируемых рынков. Кроме того, данный тип интеграции позволяет снизить уровень транзакционных издержек за счет эффекта масштаба, а также путем создания систем кросс-маржирования или объединения гарантийных систем интегрируемых рынков. Однако, с другой стороны, горизонтальная интеграция ведет к накоплению финансовых рисков в рамках одной укрупненной организации или группы связанных организаций.

Вертикальная интеграция биржевого бизнеса имеет своей целью диверсификацию доходной базы создаваемой укрупненной организации и состоит в объединении организаций, предоставляющих полный круг услуг на рынке производных финансовых инструментов, – от этапа совершения сделок к клирингу и расчетам по результатам заключенных сделок, включая исполнение обязательств по производным инструментам, затрагивающее наличный рынок. С точки зрения участников рынка, вертикальная интеграция также ведет к сокращению транзакционных издержек, поскольку они получают весь комплекс услуг в рамках одной организации. Отрицательным моментом в данном типе преобразований на биржевом рынке производных финансовых инструментов является концентрация в рамках одной организации различных финансовых рисков.

Биржевые сделки высоколиквидны и характеризуются меньшими рисками, издержками по сравнению с внебиржевыми операциями, что и стимулирует их развитие. Однако, усложнение условий ведения финансово-хозяйственной деятельности в глобальной экономике ведет к усложнению задач риск-менеджмента и появлению новых финансовых инструментов управления рисками с индивидуальными характеристиками. Все эти процессы лежат в основе развития внебиржевого сегмента, который в настоящее время развивается активнее биржевого. Еще один фактор опережающего роста внебиржевого оборота по сравнению с биржевым состоит в увеличении объемов рынка свопов, а также связан с более короткими сроками обращения биржевых инструментов.

Однако, в настоящее время существует проблема достоверного, точного определения объема внебиржевого рынка, поскольку это закрытый двусторонний ры-

нок. Эту функцию взял на себя Банк международных расчетов – БМР (Базель), отчетность которого публикуется в рамках трехгодного отчета Central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity [4].

Анализ показателей мирового рынка ПФИ выявил преобладание инструментов на процентные ставки: их удельный вес в совокупном объеме мирового рынка по номинальной стоимости (без учета кредитных деривативов) возрос с 64,5% в 2000 г. до 85,9% в 2007 г. При этом процентные свопы имели самые высокие среди всех других финансовых деривативов темпы роста – их объем увеличился за семь последних лет более чем в шесть раз. Как следствие, их удельный вес достиг 67,6% от общей величины всех внебиржевых финансовых инструментов.

С 2004 г. Банк международных расчетов начал публиковать данные по кредитным деривативам, демонстрирующим резкий рост популярности. К 2009 г. их объем вырос до 57,9 трлн. долл. США и составляет 9,7% совокупной величины всех ПФИ. В этой тенденции находит проявление указанная выше проблема усложнения задач и инструментов финансового риск-менеджмента.

РОССИЙСКИЙ РЫНОК ПФИ

Существуют различные мнения относительно развития российского рынка ПФИ. Одни исследователи полагают, что рынок в Российской Федерации развивается в духе международных тенденций, а другие, – что российский рынок идет своим путем. Полагаю, что в определенной степени правы и те, и другие. Анализ основных этапов развития российского рынка ПФИ свидетельствует о том, что его развитие идет в русле мировых тенденций, но отражает специфические условия функционирования и степени развития национальных финансовых рынков. Очевидно одно – становление и последующее развитие рынка производных финансовых инструментов сопровождалось спадами, кризисами и подъемами. Так, все еще свеж в памяти кризис 1998 г., который разрушил российский рынок ПФИ практически до основания, как фьючерсный, так и форвардный.

Важным этапом стал 2002 г. – период восстановления российского рынка ПФИ. Именно с 2002 г., согласно статистике Банка международных расчетов, Центрального банка РФ, срочный сегмент российского финансового рынка показывает уверенную динамику развития. Всплеск активности наблюдался совсем недавно, когда нестабильность на мировых рынках и вызванный этим рост волатильности валютных курсов и ставок межбанковского кредитования на российском рынке привел к резкому росту оборотов торгов валютными и процентными деривативами. По валютным деривативам весь оборот обеспечен, в основном, операциями наиболее активных участников на денежном рынке, то есть банков. Клиентские операции хеджирования практически отсутствуют. Между тем, интерес к таким операциям заметно растет, крупнейшие участники внешнеторгового оборота готовы выходить на биржу с целью хеджирования курсовых рисков.

Биржевой сегмент рынка ПФИ представлен срочным рынком Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ) и рынком фьючерсов и опционов в РТС (FORTS). Учитывая существующую степень развития рынка ПФИ в РФ, не представляется странным преобладание именно биржевого сегмента.

Внебиржевой рынок в РФ представлен прежде всего валютными форвардами и валютными свопами, доля которых в совокупном объеме срочных валютных сделок российских банков растет. Это можно объяснить высокой степенью долларизации российской экономики, а также тем, что в условиях кризиса ликвидности банки стали чаще генерировать рублевую ликвидность за счет долларовых и евро активов путем проведения коротких валютных свопов.

Внебиржевые рынки опционов и свопов интенсивно наращивают номенклатуру производных инструментов. Созданы комплексные, комбинированные производные инструменты, занимающие заметное место в структуре российского рынка ПФИ. Это наиболее подверженная переменам и новшествам часть рынков деривативов, своим развитием подтверждающая хозяйственный интерес к торговле без посредников, к структурированным производным, направленным на удовлетворение индивидуальных потребностей участников рынков.

Поскольку на российском рынке срочные контракты являются преимущественно спекулятивными инструментами, этот рынок характеризуется высокой волатильностью котировок. Вместо того, чтобы страховать риски, рынок производных финансовых инструментов при определенных условиях может усиливать нестабильность финансового рынка в целом. Как показали события мирового финансового кризиса 2007-2009 гг., создавая возможность страховать риски, производные финансовые инструменты могут аккумулировать и переносить во времени системные риски. В связи с этим, государственное регулирование российского рынка ПФИ в качестве приоритета должно предусматривать стимулирование не спекулятивного развития этого рынка, а содействовать расширению возможностей применения инструментов ПФИ в целях хеджирования, повышению эффективности такого хеджирования.

Преобладание спекулятивных операций на российском рынке производных инструментов в 2009 г. подтверждается при анализе его основных индикаторов. Коэффициент оборачиваемости (отношение среднемесячных оборотов торгов к среднемесячным открытым позициям) наиболее ликвидных – фондовых – контрактов в анализируемый период превышал 100%, что характерно для спекулятивных операций. Данный показатель в сегменте валютных фьючерсов был значительно ниже и не превышал 50% [5].

На фондовом сегменте рынка фьючерсов доминируют краткосрочные контракты, малопривлекательные для хеджирования, но широко используемые для спекулятивных сделок. Доля операций с фондовыми контрактами на срок более 3 месяцев в оборотах торгов невелика. В результате более 90% открытых позиций по фьючерсным контрактам приходится на контракты со сроком исполнения до 3 месяцев. На большинстве сегментов рынка финансовых фьючерсов доминируют краткосрочные контракты на срок не более 3 месяцев, тогда как доля операций на более длительные сроки в структуре торгов невелика. Еще одним фактором спекулятивной направленности большинства сделок на срочном биржевом рынке является краткосрочность операций. Это затрудняет потенциальным хеджерам поиск контрагентов, увеличивает издержки хеджирования срочными контрактами.

Преобладание на рынке ПФИ спекулянтов оказывает неоднозначное влияние на его стабильность. С одной

стороны, спекулятивные операции способствуют повышению ликвидности рынка производных финансовых инструментов и, соответственно, росту возможностей участников рынка для страхования ценовых рисков по базовым активам. С другой стороны, операции спекулянтов дестабилизируют рынок, увеличивая ценовой риск по самим производным инструментам [5].

Как известно, в основе ПФИ лежат базовые активы (акции, иностранная валюта, фондовые индексы и т.п.), поэтому изменение конъюнктуры на рынках базовых активов оперативно отражается на рынке ПФИ. В связи с этим, темпы восстановления отдельных сегментов биржевого рынка после кризиса значительно различались, находясь в зависимости от темпов восстановления рынков соответствующих базовых активов.

В целом, открытые позиции по срочным биржевым контрактам, сократившиеся в конце 2008 г., в рассматриваемый период так и не восстановились до среднего значения предыдущего года. Суммарный оборот торгов срочными контрактами на российских биржах по итогам 2009 г. составил 5,4 трлн. руб.

Уменьшение объема торгов фондовыми фьючерсами в период кризиса было связано с обвальным падением стоимости российских акций, а также с уходом с рынка многих инвесторов, в частности, нерезидентов. Резкое сокращение стоимостных объемов торгов фьючерсами на акции определялось как уменьшением количества торгуемых контрактов, так и уменьшением среднего размера сделок. Сравнительный анализ динамики оборотов торгов фондовыми фьючерсами по стоимости и количеству заключенных сделок показывает, что в период кризиса сокращение числа заключаемых сделок было менее значительным (рис. 1).

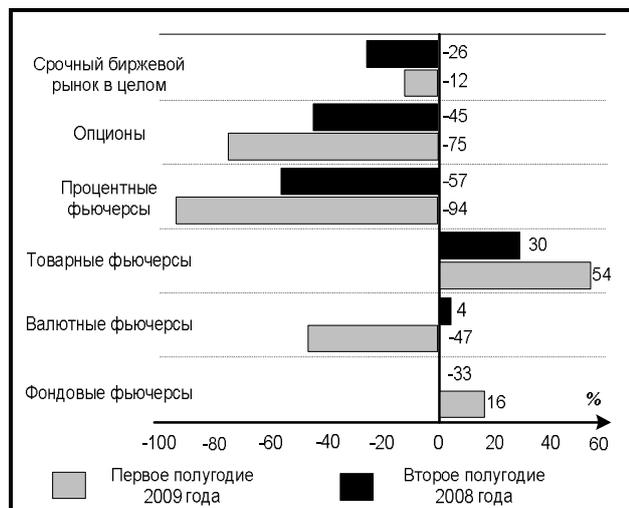


Рис.1. Темпы прироста объемов торгов на Российском срочном биржевом рынке¹

Улучшение конъюнктуры российского рынка акций, выразившееся в возобновлении роста котировок акций и оборотов вторичных торгов, оказывало позитивное влияние на фондовый сегмент срочного биржевого рынка (фьючерсы и опционы). Наиболее ликвидными фондовыми фьючерсами оставались контракты на индекс РТС, на акции ОАО «Газпром», Сбербанка России и ЛУКОЙЛ. Следует отметить рост интереса участников рынка ПФИ к контрактам на акции крупнейше-

го российского банка – Сбербанк России. Это связано с ростом интереса инвесторов к инструментам, несущим в себе меньшие риски по сравнению с акциями российских сырьевых компаний.

Несмотря на значительное сужение сегмента валютных фьючерсов, данные инструменты были востребованы участниками рынка ПФИ. Суммарный оборот торгов на валютном сегменте биржевого рынка составил к концу 2009 г. 1,0 трлн. руб., что связано с использованием наиболее ликвидных валютных контрактов – фьючерсов на курс доллара США к рублю и контракты на курс евро/доллар США. Активность участников торгов в сегменте валютных фьючерсов значительно повысилась после введения в обращение контрактов по валютной паре евро/доллар США в РТС (ранее сделки с аналогичными контрактами нерегулярно заключались на ММВБ и бирже «Санкт-Петербург»).

Валютная пара евро / доллар США – самая ликвидная на мировом валютном рынке. Фьючерсные контракты на курс евро / доллар США в сочетании с технологиями, используемыми на рынке РТС, позволяют участникам рынка ПФИ реализовывать разнообразные стратегии: не только хеджировать риски изменения курса этих валют и совершать спекулятивные сделки, но и проводить межрыночный арбитраж с западными биржевыми площадками, на которых котируются аналогичные контракты:

- Чикагская товарная биржа (CME);
- Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов и опционов (LIFFE);
- Сингапурская биржа (SGX) и другие.

Дополнительную поддержку новому валютному контракту, введенному в РТС, оказывало наличие вечерней сессии FORTS, позволяющей участникам оперативно реагировать на изменения конъюнктуры мирового рынка.

Начиная со второй половины 2008 г. отмечается повышение интереса участников рынка к российским фьючерсам на драгоценные металлы, особенно золото. Исторически срочный рынок золота является менее спекулятивным и волатильным, чем рынок нефти. Фьючерсы на драгоценные металлы используются в качестве «защитных» активов не только в РФ, но и на мировом рынке. Фьючерсные контракты на драгоценные металлы (золото, серебро, платина и палладий) – доступная и удобная альтернатива традиционным инвестициям, таким как слитки, монеты, акции предприятий, добывающих драгоценные металлы, обезличенные металлические счета (ОМС) в банках. В условиях нестабильности на мировом и российском финансовых рынках фьючерсы на золото играли роль «тихой гавани» для инвесторов.

Процентные фьючерсы на российском рынке ПФИ являются узкоспециализированными инструментами и значительно уступают в ликвидности фондовым и валютным контрактам. Невозможность прогнозировать динамику рыночной процентной ставки и сложность управления процентными рисками снижает интерес к процентам ПФИ в качестве инструмента хеджирования. Этот инструмент рассматривается российскими участниками рынка в качестве экспериментального и спекулятивного.

В период кризиса сильное сжатие претерпел рынок опционов. Невозможность выстраивать адекватные опционные стратегии в условиях высокой неопределенности движения цен базовых активов определяла низкую востребованность данных инструментов участниками рынка ПФИ.

¹ Источник: По данным РТС, ММВБ, биржи «Санкт-Петербург».

Таким образом, ситуация на российском рынке ПФИ к 2010 г. частично стабилизировалась, что проявилось в положительной динамике оборотов торгов на отдельных сегментах рынка и введении в обращение новых финансовых инструментов. Однако, суммарные открытые позиции по срочным биржевым контрактам, отражающие степень развития и конъюнктуру рынка, пока не восстановились в прежних объемах. Дальнейшее развитие российского рынка ПФИ будет зависеть, в первую очередь, от эффективности мер дальнейшего государственного регулирования рынка ПФИ со стороны государства, а также от конъюнктуры рынков основных базовых активов и совершенствования системы управления рисками на срочных биржах.

ФАКТОРЫ, ПРЕПЯТСТВУЮЩИЕ РАЗВИТИЮ РЫНКА ПФИ В РФ

Многие вопросы обращения производных финансовых инструментов в РФ недостаточно регламентированы действующим законодательством и находятся в процессе разработки. Законодательство по российскому рынку ПФИ фрагментарно из-за отсутствия общих, единых принципов регулирования, сложного распределения полномочий между министерствами и ведомствами, что представляет большую сложность для компаний, инвесторов, других участников рынка производных финансовых инструментов, осуществляющих свою деятельность как на биржевом, так и внебиржевом рынках ПФИ.

Основными проблемами рынка ПФИ в РФ остаются проблемы, связанные с налогообложением и бухгалтерским учетом операций с производными финансовыми инструментами. Эти проблемы ведут к возникновению серьезных налоговых и бухгалтерских рисков. Налоговый риск связан с неправильной интерпретацией законодательства в отношении сделок с производными инструментами и приводящий к неопределенности финансовых последствий этих сделок после уплаты налогов. Идеология налогообложения операций на рынке ПФИ должна быть в первую очередь стимулирующей, а не фискальной. Стимулирующие механизмы налогообложения должны поощрять применение инструментов ПФИ в целях хеджирования и ограничивать их применение в целях спекуляции. Совершенствование налогообложения в данном направлении позволит повысить устойчивость и ликвидность этого рынка, расширить спектр обращающихся инструментов, а также создать условия для дальнейшего развития рынка ПФИ. В этих целях целесообразно применять проверенные подходы, рекомендуемые МСФО-39 [7].

Бухгалтерские риски связаны с возможностью неправильного отражения в бухгалтерском учете операций с производными финансовыми инструментами. Для дальнейшего развития российского рынка ПФИ необходимо максимально приблизить российские правила бухгалтерского учета к международным стандартам в части учета операций с производными финансовыми инструментами.

Среди задач законодателей в отношении биржевого рынка ПФИ можно выделить судебную защиту расчетных контрактов, совершенствование законодательства о биржах и организаторах торговли (Закон «О биржах и биржевой торговле»), обеспечение расчетов по сделкам (клиринг, гарантийные и страховые фонды), совершенствование правил учета и налогообложения, пресечение рыночных злоупотреблений (инсайдерская торговля и манипулирование на рынке производных финансовых инструментов) и защита прав добросовестных участников рынка.

Что касается внебиржевого рынка, для его эффективного развития требуется введение механизмов ликвидационного рейтинга при банкротстве контрагента, совершенствование правил учета и налогообложения внебиржевых операций, развитие саморегулирования и создание условий для воз-

растания роли ассоциаций и объединений участников (АРБ, НАУФОР, НВА, ISDA и т.д.), согласование терминологии гражданского и налогового законодательства.

Таким образом, можно констатировать, что особенности российского рынка ПФИ связаны с достигнутой степенью развития как рыночных отношений, так и нормативно-правовой базы, регулирующей эти отношений в системе финансовых рынков. Устранение указанных факторов, препятствующих дальнейшему развитию рынка ПФИ в РФ, а также увеличение зрелости финансовых рынков в целом направят развитие национальных рынков ПФИ в русло развития общемировых тенденций.

Литература

1. Налоговый кодекс РФ [Электронный ресурс] : часть вторая от 5 авг. 2000 г. №117-ФЗ. Доступ из справ.-правовой системы «Гарант».
2. О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса РФ и отдельные законодательные акты РФ [Электронный ресурс] : федер. закон от 25 нояб. 2009 г. №281-ФЗ. Доступ из справ.-правовой системы «Гарант».
3. Банк международных расчетов [Электронный ресурс] : официальный сайт. Режим доступа: <http://www.bis.org>.
4. Московская межбанковская валютная биржа [Электронный ресурс] : официальный сайт. Режим доступа: <http://www.micex.ru>.
5. Центральный банк РФ [Электронный ресурс] : официальный сайт. Режим доступа: <http://www.cbr.ru>.
6. Фондовая биржа РТС [Электронный ресурс] : официальный сайт. Режим доступа: <http://www.rts.ru>.
7. Фельдман А.Б. Производные финансовые и товарные инструменты [Текст] / А.Б. Фельдман. – М. : Экономика, 2008.

Ключевые Слова

Рынок производных финансовых инструментов; финансовые инструменты; биржевой рынок; внебиржевой рынок; государственное регулирование; кризис; риск; волатильность; хеджирование; ассоциация.

Петрова Ирина Александровна

РЕЦЕНЗИЯ

Петрова И.А. является выпускником финансового факультета ОУП «Академия труда и социальных отношений» (АТИСО), а в настоящее время – соискателем ученой степени кандидата экономических наук по специальности «Финансы, денежное обращение, кредит» в аспирантуре АТИСО.

Актуальность темы статьи Петровой И.А. обусловлена ролью производных финансовых инструментов (ПФИ) в процессе управления рисками. Использование ПФИ представляет собой эффективный механизм, предназначенный для хеджирования рыночных рисков участников финансового рынка. Мировой рынок ПФИ прошел значительный путь своего развития и отличается большим количеством участников и числа совершаемых сделок.

В настоящее время российский рынок производных финансовых инструментов имеет положительную динамику развития, несмотря на снижение суммарного оборота по операциям с производными в 2009 году, вызванного мировым финансово-экономическим кризисом и возникшей в связи с этим неблагоприятной экономической конъюнктурой в стране.

Теоретические и практические аспекты темы в научной литературе исследованы фрагментарно, в связи с чем тема статьи обладает несомненным потенциалом научной разработки. Высока и ее практическая значимость, обусловленная необходимостью совершенствования государственного регулирования рынка ПФИ, инструментов, обращающихся на нем, а также схем их применения в целях развития финансового и риск-менеджмента. И.А. Петрова разрабатывает данную проблематику в течение нескольких лет, имеет свой научный подход к раскрытию темы статьи. Анализ проведен в разрезе сравнительной характеристики мирового и национального рынка ПФИ, что позволило сформулировать обоснованные выводы.

Заключение: статья отвечает требованиям, предъявляемым к публикуемым материалам. Тема, затронутая автором, является актуальной и может быть рекомендована к опубликованию в журнале «Финансовый анализ и аудит».

Крылова Л.В., к.э.н., профессор, зав.кафедрой «Финансы и кредит», ОУП «Академия труда и социальных отношений»

10.11. TENDENCIES OF THE INTERNATIONAL AND RUSSIAN DERIVATIVE MARKETS DEVELOPMENT

I.A. Petrova, Post-graduate Student

Academy of Labour and Social Relations

In the article, it analyses the directions and tendencies of International and Russian derivative market development in the modern conditions. It underlines the stages of derivative market development in Russia and abroad, the main problems of derivative market, creating barriers for further derivative market development. There are conclusions about the possible directions to avoid the consequences of the world financial crisis, and conclusions about the necessity of the government regulation improvement of derivative market as a factor of its successful development.

Literature

1. Internal Revenue Code of the Russian Federation dated from 05 August 2000 №117-Federal Law.
2. Federal Law №281 dated from 25 November 2009 «About changes insertion into the First and the Second parts of the Internal Revenue Code of the Russian Federation and separate legislative acts of the Russian Federation».
3. A.B. Feldman Financial and trade derivatives. – Economics, 2008.
4. www.bis.org
5. www.cbr.ru
6. www.micex.ru
7. www.rts.ru

Keywords

Derivative market; financial instruments; exchange market; over-the-counter market; government regulation; crisis; risk; volatility; hedging; association.