



Евгений Аврахов
доверительный управляющий ИК «ФИНАМ»

РОССИЙСКИЙ СРОЧНЫЙ РЫНОК: ТРУДНОСТИ РОСТА

Срочный рынок — молодой и быстрорастущий сектор рыночной экономики. Появление его можно отнести к середине XVIII в., однако широкое развитие и бурный рост он получил лишь в 70-х годах XX столетия.

ПЕРСПЕКТИВНЫЙ ИНСТРУМЕНТАРИЙ

Для чего нужны производные финансовые инструменты, почему они приобрели такую популярность во всем мире и какое развитие получили в России? Уникальность этих инструментов заключается в том, что наряду с исключительно благоприятными возможностями для спекулятивных операций срочный рынок представляет интерес для инвесторов, стремящихся хеджировать (страховать) свои вложения от неблагоприятного изменения цены, а также получать пусть небольшой доход, зато с небольшими рисками.

Преимуществом срочного рынка для спекулятивных операций является возможность торговать с «эффектом плеча», что сходно с маржинальной торговлей на рынке базового актива (предмета контракта). В среднем размер «плеча» для фьючерсов составляет 1:5. Оно получается за счет низкой величины гарантийного обеспечения для открытия позиции, которое составляет обычно 15–20% от стои-

мости базового актива. Для опционов «эффект плеча» получается еще более значительным в силу механизма их ценообразования. Это позволяет инвестору максимально эффективно использовать капитал. Достигается это в том числе и за счет низкой величины залога, которая дает возможность размещать свободные средства в инструменты с гарантированной доходностью (облигации) и благодаря этому получать дополнительную прибыль. Кроме того, в качестве гарантийного обеспечения могут выступать не только деньги, но и ценные бумаги.

Еще одним важным преимуществом фьючерсов является низкая величина удержек по сравнению с рынком акций — более низкая биржевая комиссия, отсутствие депозитарных сборов и отсутствие платы за «плечо», в том числе при использовании «шорта» (игры на понижение). При подобной операции на рынке акций за взятые займы и проданные акции на время удержания позиции взимается плата за кредит, при торговле фьючерсами ее нет.

Одно из основных предназначений срочного рынка — хеджирование от неблагоприятного изменения цены на рынке базового актива. Хеджер получает возможность защитить свои прибыли, зафиксировав цену на устраивающих его ценовых уровнях, или ограничить свои потери при помощи производных инструментов, если цена идет против открытой инвестором позиции.

Еще одной категорией участников рынка производных финансовых инструментов являются арбитражеры — те, кто стремится получить доход за счет разницы цен на различных рынках. Доход от таких операций невелик, но им присущ очень небольшой риск.

РОССИЙСКАЯ СПЕЦИФИКА ВОПРОСА

Первый период существования срочного рынка в России относится к 1993–1998 гг. Основная торговля производными инструментами в то время проходила на Российской бирже. Ежедневные объе-



мы торгов на ней достигали 200–250 млн долл., причем большинство операций было сосредоточено во фьючерсах на акции, также торговались фьючерсы на валюту, ГКО и т. д. Однако нечистоплотность учредителей биржи и отсутствие четкой системы регулирования и контроля привели к краху этой биржи в 1998 г.

Новая эра в истории срочного рынка в России началась в 2001 г., когда фондовой биржей РТС и фондовой биржей «Санкт-Петербург» был создан FORTS (фьючерсы и опционы в РТС) — интегрированный рынок по торговле срочными контрактами на фондовые активы и индексы. Сейчас операции на бирже «Санкт-Петербург» совершаются в основном по фьючерсам на сырую нефть сорта Brent.

С начала существования ФОРТС заметно выросла ликвидность торгуемых там инструментов (см. таблицу), все больше инвестиционных компаний и банков становятся участниками этого рынка: в 2001 г. их было 58, в 2002 г. — 70, в 2003 г. — 78, в 2004 г. — 81.

В отличие западных рынков, в частности самого развитого в мире американского срочного рынка, где объемы операций с производными инструментами часто превосходят таковые на рынке базового актива, российский рынок находится только в самом начале своего развития. Во всем мире наиболее популярны производные, базовым активом которых служат фондовые индексы, процентные ставки, товары, акции и валюты. В России в настоящее время наиболее востребованы производные финансовые инструменты на акции — фьючерсы на акции РАО ЕЭС, ЛУКОЙЛа, Газпрома, Сургутнефтегаза и Ростелекома. В ближайшее время планируется ввести контракт на акции ГМК «Норильский никель». Самыми ликвидными являются фьючерсы на акции РАО ЕЭС. За ними следуют контракты на акции ЛУКОЙЛа и Газпрома. Производные инструменты на акции Газпрома — очень удобный инструмент для нерезидентов, которым запрещено покупать акции этого эмитента. Сами акции Газпрома являются пока единственной бумагой, которая принимается в качестве гарантийного обеспечения в ФОРТС.

В ФОРТС торгуются также фьючерсы на доллар и инвестиционный индекс S&P/RUIX. Индексное агентство «Интерфакс» и рейтинговое S&P совместно разработали методику расчета индекса S&P/RUIX с учетом возможности запустить на него фьючерсные торги. В индекс входят 10 самых ликвидных российских акций, взвешенных по капитализации (по этой методике веса меняются в зависимости от изменения цен на акции). Также

учитывается *free-float* (количество акций эмитентов в свободном обращении). Объемы торгов по этому инструменту не очень велики, хотя в последнее время ведущие позиции на мировых срочных рынках заняли как раз фьючерсы на фондовые индексы. И это не удивительно, потому что подобные контракты позволяют фактически торговать портфелем бумаг, что дает возможность торговать «всем рынком», т. е. ориентироваться на движение рынка в целом. Такой подход значительно снижает величину транзакционных издержек и су-

ционов в ФОРТС пока три: на фьючерсные контракты на акции РАО ЕЭС, ЛУКОЙЛа и Газпрома. Опционный рынок ФОРТС больше переговорный, чем электронный, что не совсем удобно, поскольку для совершения сделок приходится обзванивать компании, работающие на этом рынке в поисках приемлемой цены и объема. Несмотря на то что в мире голосовые торги преобладают над электронными, в силу специфики торговли опционами в скором времени ситуация изменится в пользу более удобной электронной формы.

ОБЪЕМ ТОРГОВ В ФОРТС, МЛРД РУБ.

	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г. (1-Е полугодие)
Суммарный объем	14,5	95,2	213,9	186,7
Объем сделок с фьючерсами	14,2	93,5	202,1	174,2
Объем сделок с опционами	0,3	1,7	11,8	12,5

Источник: Данные фондовой биржи «Санкт-Петербург».

щественно облегчает работу управляющего портфелем. К сожалению, в России фьючерс на индекс S&P/RUIX пока не получил большой популярности: возможно, из-за достаточно сложной и запутанной методики его расчета, а может быть, и из-за недостаточной активности в продвижении этого инструмента. Сейчас же в отсутствие маркет-мейкера торги по этому контракту практически остановились. Играет свою роль и то, что фьючерсы на S&P/RUIX и доллар — расчетные контракты, в отличие от поставочных фьючерсов на акции, поэтому с ними возникают проблемы законодательного плана. Поставочные контракты подразумевают поставку-приемку базового актива, если на момент истечения срока действия контракта позиция по нему не была закрыта обратной сделкой. Расчетные контракты исполняются с изменением вариационной маржи (прибыль или убыток по счету) исходя из значения индекса на момент истечения фьючерсного контракта.

Очень перспективным и интересным направлением в ФОРТС были процентные фьючерсы на облигации Москвы и на цену отсечения ОФЗ. Однако они просуществовали очень непродолжительное время. ФКЦБ решила, что эти инструменты незаконны и запретила их обращение, поскольку не была согласована спецификация этих срочных контрактов, а бонды Москвы не внесены в перечень ценных бумаг, которые могут быть базовым активом фьючерсов. Опционы изначально были придуманы как инструмент хеджирования, но великое множество опционных стратегий позволяет зарабатывать прибыль и игрокам-спекулянтам, причем в самых различных ситуациях на рынке. Оп-

ЧЕРЕЗ ТЕРНИИ К ЗВЕЗДАМ

Самой главной преградой на пути развития срочного рынка является отсутствие законодательной базы в этой области.

Препятствием на пути развития срочного рынка служит налоговое законодательство. По существующим правилам для физических лиц прибыли-убытки по срочному рынку и рынку акций не сальдируются, т. е. если частный инвестор получил прибыль на фьючерсах и потерял на акциях, то подоходный налог он будет уплачивать с той суммы, которую заработал на фьючерсах, без учета потерь, полученных на акциях. Для юридических же лиц для исчисления налоговой базы берется общий финансовый результат.

Законодательно не закреплено также понятие маркет-мейкерства. А ведь, как показывает мировая практика, без института маркет-мейкеров невозможно развитие самого рынка, ни расширение спектра торгуемых инструментов.

На данный момент фьючерсами и опционами торгуют две группы профучастников — спекулянты и арбитражеры. Хеджеры остаются вне этого рынка. Это связано с тем, что портфельные инвесторы, остро нуждающиеся в хеджировании, в России сейчас только появляются в результате пенсионной реформы, расширения страхового сектора, развития ипотечных программ. С ростом этих сегментов рынка появится реальная необходимость страховать финансовые вложения. Тогда срочный рынок в России получит огромный импульс для развития, что крайне необходимо для нашей растущей экономики. ■