



Владислав Савин
Информационно-аналитическое
управление ММВБ

ПЛЮСЫ И МИНУСЫ ТОРГОВЛИ ПРОИЗВОДНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

Функции, которые срочный рынок выполняет в современной рыночной экономике, очень важны. С одной стороны, срочные инструменты обеспечивают возможность страхования (хеджирования) ценовых рисков, с другой — они служат средством извлечения повышенной спекулятивной прибыли. Заложённая в природу срочных инструментов возможность торговать с «плечом» привлекает на срочный рынок большое количество мелких и средних спекулянтов, которые приносят на рынок высокую ликвидность. Ликвидность, в свою очередь, необходима уже крупным хеджерам, как финансовым институтам, так и промышленным и торговым компаниям, для страхования их основной деятельности от финансовых рисков. В результате такого противоречивого «сплава» риска и осторожности возникает феномен срочного рынка.

В России, несмотря на то что основной объём операций приходится на несколько инструментов, заинтересованность в которых, в большей степени спекулятивную, проявляет довольно ограниченный круг инвестиционных компаний, срочный рынок развивается довольно динамично. Кроме того, и в самой российской экономике создаются условия формирования спроса на производные инструменты. Одним из подобных усло-

вий выступает появление долгосрочных инвесторов, старающихся максимально снизить риски, присущие их деятельности на фондовом рынке.

Привлекательность рынка производных финансовых инструментов для инвесторов объясняется прежде всего довольно низкими транзакционными издержками (плата за использование кредитных ресурсов, оплата депозитарных и клиринговых услуг). Например, при заключении спот-сделок размер комиссии зависит от объёма сделки, на фьючерсном рынке он строго фиксирован и числится с количества контрактов. Данный факт выглядит довольно привлекательным как для частных инвесторов, оперирующих незначительной суммой денежных средств и обращающих особое внимание на комиссионные издержки, так и для более крупных инвесторов, которые имеют возможность планировать будущие расходы.

Не менее важной положительной характеристикой рынка является страхование от рисков, присущих рынку акций. Потенциальный набор возможных комбинаций, стратегий и способов их использования на основе производных инструментов привлекает многих профессиональных участников финансового рынка.

Расширение практики заключения российскими предприятиями срочных

сделок, направленных на страхование рисков, ведет к стабилизации и укреплению рыночных отношений. Вместе с тем из особой природы срочного рынка вытекает высокая степень риска, присущая проводимым на нем операциям. Рискованность срочных сделок связана с уровнем ценовых колебаний на рынке базисного актива, со сложностью долгосрочного ценового прогнозирования, с отсутствием достоверной информации о финансовом состоянии контрагента. Повышенные уровни риска в данном секторе рынка требуют специального законодательного регулирования.

Актуальность вопроса об изменении законодательства, регулирующего деятельность рынка, и о более четком разделении полномочий его регуляторов также не вызывает сомнений. Позитивные сдвиги в данном направлении послужат дополнительным стимулом для принятия крупными финансовыми институтами (в том числе и зарубежными) решений о выходе на российский срочный рынок. Весьма ограниченным остается перечень торгуемых инструментов. Сложная система ценообразования на рынке опционов в настоящее время затрудняет их использование в российской экономике. Можно ожидать, что необходимые для этого условия сформируются в ближайшие годы, что связано с реализацией ряда ком-



плексных инвестиционных проектов, основанных на современных финансовых стратегиях.

Фактором, сдерживающим развитие «фондового» сегмента срочного рынка, выступает общая слабость российской индустрии ценных бумаг. Низкая ликвидность и недостаточная глубина спот-рынка затрудняют реальную рыночную оценку корпоративных ценных бумаг, что вызывает необходимость административными методами устанавливать перечень ценных бумаг, с которыми могут совершаться срочные сделки. Перспективы развития данного сегмента связаны со стремлением его участников получить доступ к единой торговой системе, в рамках которой осуществляются операции с базисным активом и срочными контрактами, а также проводится клиринг. В дальнейшем это позволит обеспечить максимальную мобильность ресурсов.

ПРОИЗВОДНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ В РОССИИ: ФАЗЫ РАЗВИТИЯ

История развития рынка производных России с начала 1990-х годов омрачена чередой финансовых скандалов, причиной которых стали либо нечистоплотность руководства некоторых бирж, либо отказ участников срочного рынка от исполнения своих обязательств, как на биржевом, так и на внебиржевом рынках. Испытав два мощных спада — в августе 1995 г. (межбанковский кризис) и летом 1998 г. (банкротство Российской биржи и дефолт по государственному долгу), — на современном этапе срочный рынок в России находится на новой, уже третьей по счету волне подъема.

Если обратиться к анализу каждого из периодов подъема, то можно обнаружить две основные похожие фазы развития. Назовем их «фаза спекулянта» и «фаза хеджера». Первая фаза соответствует запуску рынка фактически с нуля, когда «узкий круг революционеров» был готов рискнуть собственными сбережениями. Причем более из любви к искусству, чем собственно к «наживе»: все-таки ментальность биржевого игрока лежит несколько в иной плоскости, чем ментальность, скажем, «челнока» или владельца пивного ларька.

Далее по мере роста ликвидности и оборотов наступила вторая фаза, когда на «удобренную почву» пришли уже более серьезные участники рынка — хеджеры. Приход последних символизирует собой качественный скачок в развитии срочного рынка. Рынок, состоящий из одних

спекулянтов, по определению ограничен, как в силу малого количества людей, готовых играть в «биржевую рулетку», так и в силу слишком частой «ротации кадров». Проигравшие, как правило, выбывают. Хеджеры — принципиально иная категория участников торговли производными. Риск их операций на срочном рынке минимален в силу того, что проигранные по исполнению срочной сделки средства могут быть компенсированы ими на рынке базового актива. А присутствие на рынке участников, готовых проигрывать, означа-

приходилось свыше 86% общего оборота биржи. Причем только на фьючерсы на акции РАО ЕЭС — более 66%. А по итогам июля 2004 г. на эти три инструмента приходилось 90%. Более того, можно сказать, что на *FORTS* стянут практически весь спекулятивный потенциал российского срочного рынка. Так, на двух других биржах, лидирующих по торговле валютными производными инструментами (ММВБ и СПВБ), при достаточно большом объеме открытых позиций отмечается довольно незначительная ликвидность. Что

Рисунок 1. ОБЪЕМ ТОРГОВ ВАЛЮТНЫМИ ФЬЮЧЕРСАМИ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

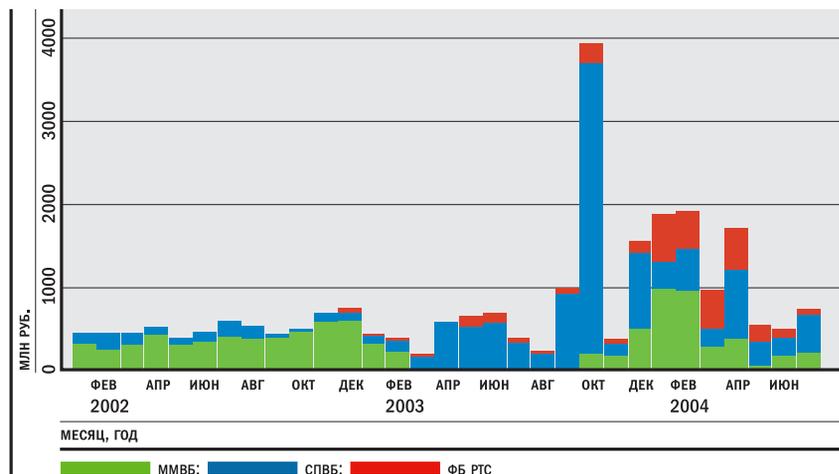
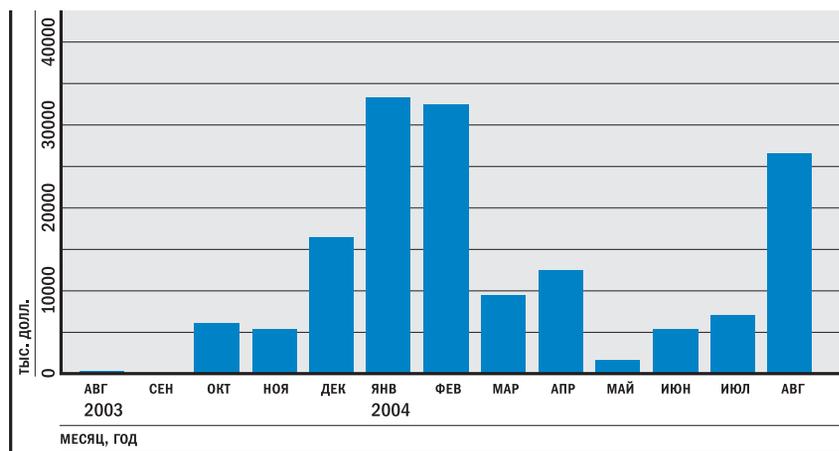


Рисунок 2. ОБОРОТ НА РЫНКЕ ФЬЮЧЕРСОВ НА ДОЛЛАР США НА ММВБ



ет качественно иное состояние такого рынка.

Говоря о текущем состоянии срочного рынка в России, следует отметить, что «третья волна» подъема находится как раз в конце первой фазы. Сегодня практически исчерпан спекулятивный потенциал действующих участников срочного рынка. Так, по результатам торгов за 2003 г. на торговой площадке *FORTS* из 11 обращающихся инструментов только на три из них (фьючерсы на акции РАО «ЕЭС России», ОАО «НК ЛУКОЙЛ» и ОАО «Газпром») в денежном выражении

в принципе неудивительно на фоне значительно более высокой волатильности на фондовом рынке по сравнению с рынком рубль/доллар (рис. 1 и 2).

Таким образом, для перехода во вторую фазу срочному рынку необходим приток «свежей крови» в форме средних и крупных хеджеров, как на рынок фондовых, так и валютных производных. Однако с сожалением приходится констатировать, что положительные сдвиги в этом направлении происходят достаточно медленно. ■