

© Ю.В. БОРОДАЧ

jvborodach@rambler.ru

УДК 336.763.1

**РОССИЙСКИЙ РЫНОК
ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ:
МЕСТО В СИСТЕМЕ МИРОВОГО СРОЧНОГО РЫНКА
И ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ**

АННОТАЦИЯ. В статье рассматривается динамика структуры и объемов мирового и российского рынков биржевых производных инструментов, а также изменения в организации торговли, на основе чего выявляются перспективы и тенденции развития отечественного срочного рынка.

SUMMARY. The article discusses the dynamics of the structure and volume of world and Russian markets of exchange derivative instruments, as well as the changes in the organization of trade. All this helps to identify the prospects and progress trends of the domestic futures market.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА. Фьючерс, опцион, срочные контракты (деривативы), срочные биржи

KEY WORDS. Futures contract, options contract, terminal contracts (derivative securities), futures exchange markets.

Мировой рынок производных инструментов на протяжении нескольких десятилетий является важной частью глобального финансового рынка, оказывает существенное влияние на экономику не только развитых, но и развивающихся государств. С момента своего активного развития в 70-х гг. XX в. инструменты данного рынка и их влияние на ценообразование и денежные потоки неоднократно подвергались критике, которая стала особенно острой в период кризисных явлений 2007-2008 гг. Однако в исследовании любого явления и проблемы важна последовательность.

Структура и динамика мирового срочного рынка. Биржевой и внебиржевой сегменты мирового рынка производных инструментов начали активное непрерывное развитие с введения в начале 1970 гг. производных на финансовые активы. Рост продолжался высокими темпами до 2009 г., в течение которого рынку удалось лишь сохранить достигнутые объемы торгов. Тем не менее в 2010 г. мировой рынок биржевых деривативов вернулся к докризисным темпам роста, продемонстрировав годовой прирост оборота в 26%, что лишь на 2% уступает приросту за 2007 год. Объем мировой торговли стандартными контрактами увеличился почти в 10 раз с 2,4 млрд контрактов в 1999 г. до 22,3 млрд контрактов в 2010 г. [1], [2]. Изменилась также и географическая структура рынка деривативов. Если к началу 2000-х гг. безусловными лидерами срочной торговли являлись США и страны Западной Европы, то сегодня лиде-

ром на протяжении нескольких лет является Корейская биржа. С небольшим отрывом за лидером следуют объединившиеся в начале столетия срочные биржи США. Почти 1 млрд контрактов уступают лидеру американско-европейские альянсы срочных бирж EUREX и NYSE Euronext. В первую десятку ведущих бирж мира, торгующих фьючерсами и опционами, сегодня входят биржи Индии, Бразилии и Китая. Фондовая биржа РТС показывает постоянно высокие темпы прироста объемов торгов и на конец 2010 г. занимает 11 место в списке крупнейших срочных бирж мира, уступая Корейской бирже в объеме торгов в 6,4 раза [3].

Основными составляющими постоянного высокого роста оборотов мирового рынка фьючерсов и опционов являются:

- Интенсивный прирост объемов торгов на рынках срочных контрактов в Азиатско-Тихоокеанском регионе и Латинской Америке (42,8% и 49,6% в 2010 г. по сравнению с 2009 г.), в т. ч. биржи Чжень-чжоу и Шанхая (Китай) показали максимальный рост по торгам сырьевыми фьючерсами. На двух крупнейших торговых площадках Индии почти утроился оборот валютных фьючерсов. В целом самый высокий прирост объемов торгов производными показали биржи Индии — 142% в 2010 г. по сравнению с предыдущим периодом [3];

- Постепенное восстановление объемов сегмента процентных деривативов, который на протяжении многих лет занимал лидирующие позиции по объемам торгов среди рынков производных инструментов (табл. 1) и потерял 23% в 2009 г. по сравнению с 2008 г., когда рынок базисного актива находился в глубоком кризисе;

- Сохранение высоких темпов роста торгов сырьевыми фьючерсами, среди которых основной интерес у игроков развивающихся рынков вызывают сельскохозяйственные товары и цветные металлы.

Таблица 1

Динамика структуры мирового рынка фьючерсов и опционов

Категория инструментов	1999 г.		2009 г.		2010 г.	
	млрд контрактов	% к итогу	млрд контрактов	% к итогу	млрд контрактов	% к итогу
Фондовые индексы	0,51	21,25	6,38	35,96	7,74	34,71
Индивидуальные акции	0,70	29,12	5,59	31,51	6,29	28,21
Процентные ставки	0,79	32,92	2,47	13,92	3,21	14,39
Валюта	0,05	2,13	0,99	5,59	2,40	10,76
Сырьевые товары	0,35	14,58	2,31	13,02	2,66	11,93
Всего	2,40	100,0	17,74	100,0	22,30	100,0

Что касается российского срочного рынка, то за последние 10 лет этот сегмент отечественной экономики не уступал в темпах развития по количественным и качественным показателям мировым рынкам, и более того — фондовая биржа РТС

вошла в число 20 крупнейших срочных бирж, предложив участникам рынка срочные контракты, отвечающие современным потребностям экономических субъектов.

Таблица 2

Структура и динамика срочного рынка фондовой биржи РТС (FORTS)

Показатель	2007 г.		2008 г.		2009 г.		2010 г.	
	фью-черсы	опционы	фью-черсы	опционы	фью-черсы	опционы	фью-черсы	опционы
Объем торгов, млрд руб.	6207,3	1305,9	9394,9	1762,7	13660,2	509,1	27986,2	1364,3
Объем торгов, млн контрактов	119,7	25,2	193,6	46,2	454,5	20,0	593,7	23,8
Число сделок, млн шт.	11,4	0,3	28,0	0,7	73,4	0,9	114,9	2,0
Объем открытых позиций на конец года, млрд руб.	73,04	68,7	28,08	10,0	67,1	17,4	100,8	40,8
Объем открытых позиций на конец года, млн контрактов	1,7	1,5	1,3	0,5	2,2	0,9	3,2	0,9

Срочный рынок фондовой биржи РТС, который является, по сути, единственным развитым сегментом рынка производных инструментов в нашей стране, имеет как сходства, так и отличия в своем развитии с мировым рынком деривативов. По-прежнему рынок опционов развивается значительно медленнее рынка фьючерсов, а кризис 2008-2009 гг. стал дополнительным сдерживающим фактором, сократив объем торгов опционами почти в 3 раза. К концу 2010 г. рынок опционов смог достичь уровня развития 2007 г. по объемам торгов. Помимо кризисных явлений, влияние на снижение объемов торгов опционами оказала замена привычных для инвесторов опционов на фьючерсы маржируемыми фьючерсными опционами.

На FORTS представлены инструменты по всем основным группам базисных активов (табл. 3). Основная доля торгов так же, как и на мировом рынке, приходится на контракты, выписанные на фондовые индексы и акции. Вместе с тем самым слабым сегментом отечественного срочного рынка является рынок процентных деривативов (в отличие от мирового), на котором полностью отсутствуют опционы на процентные ставки, а также на протяжении 2007-2010 гг. не было представлено контрактов на облигации.

Таблица 3

Динамика объема торгов различными инструментами на FORTS, млрд руб.

Категория базового актива срочных контрактов	2007 г.		2008 г.		2009 г.		2010 г.	
	фью-черсы	опционы	фью-черсы	опционы	фью-черсы	опционы	фью-черсы	опционы
Фондовые индексы	3587,1	758,7	7280,1	1067,1	9664,0	328,6	20682,3	1196,6
Индивидуальные акции	2389,2	541,4	1528,6	672,7	2130,3	107,5	2574,5	119,1
Процентные ставки	45,9	—	89,5	—	9,4	—	11,1	—
Облигации	29,3	—	4,8	—	-	—	-	—
Валюта	118,2	3,9	347,7	7,9	1595,4	70,3	4160,9	42,4
Сырьевые товары	37,6	2,1	144,2	15,0	261,1	2,7	557,4	6,1
Всего	6207,3	1305,9	9394,9	1762,7	13660,2	509,1	27986,2	1364,3

В 2011 г. были начаты торги фьючерсами на двухлетние и четырехлетние облигации федерального займа, однако рынок долгосрочных облигаций по-прежнему отсутствует. В настоящее время на бирже РТС обращается 54 вида срочных контрактов, в т.ч. 15 маржируемых опционов на фьючерсные контракты. Сегментация секции FORTS следующая: 5 видов валютных фьючерсов и опционы на два из них; 5 фьючерсов и 1 опцион на индексы; 17 фьючерсов и 8 опционов на индивидуальные акции; 4 фьючерса и 3 опциона на драгоценные металлы в слитках; 2 фьючерса на сырую нефть сортов Brent и Ugals, а также опцион на Brent; 2 фьючерса на ОФЗ; фьючерсы на сахар-сырец и медь; 2 фьючерса на MosPrime. Следует особо отметить, что в середине 2011 г. начал обращение новый для российского рынка инструмент — фьючерс на российский индекс волатильности.

Биржи РТС и «Санкт-Петербург» продолжают расширять границы сотрудничества на срочном рынке, сосредотачивая усилия на развитии рынка фьючерсов на нефтепродукты и сельскохозяйственные товары. Сегодня в дополнение к вышеперечисленным торгуются фьючерсы на дизельное топливо, газойль, пшеницу, хлопок, кукурузу, соевые бобы.

Крупнейшая в России фондовая биржа ММВБ уделяет меньше внимания развитию срочной секции рынка, которая представлена только фьючерсными контрактами. Общий объем торгов в 2010 г. составил 13,27 млрд руб. [5], что в 10 раз меньше объема торгов только опционами на FORTS (последние составляют только 4,6% от всей торговли на FORTS). При этом основные объемы торгов приходятся на фьючерсы на акции, индекс ММВБ и валюты. Считается, что только начавшееся слияние ММВБ и РТС окажет положительное влияние на срочный рынок крупнейшей торговой площадки страны.

Становление российского срочного рынка и проблемы текущего этапа.

Учитывая все сказанное выше, а также общее состояние российской экономики и рынков базисных активов, можно с уверенностью заявлять, что российский срочный рынок является одним из самых развитых сегментов финансового рынка в нашей стране и продолжает развиваться. Российский срочный рынок проходит сложный путь своего формирования, который можно разделить на несколько этапов.

Первый этап становления срочного рынка приходится на временной интервал 1992-94 гг. и характеризуется преобладанием валютных контрактов. Датой рождения рынка деривативов в нашей стране считается 21 октября 1992 г., когда на Московской товарной бирже (МТБ) состоялись первые торги фьючерсным контрактом на 10 долл. США с поставкой через 2 месяца. 8 декабря 1992 г. на Тюменско-Московской бирже «Гермес» (позднее Биржа опционов и фьючерсов) был введен первый опцион на курс доллара США к российскому рублю. Резкое падение курса рубля (11 октября 1994 г. — «черный вторник») и последовавшие за этим события привели к сокращению волатильности валютных курсов, и срочный рынок потерял всякую привлекательность для инвесторов.

Второй этап (конец 1995 — первая половина 1997 гг.) формирования срочного рынка характеризуется преобладанием контрактов на государственные облигации. 9 ноября 1995 г. на Бирже опционов и фьючерсов появился фьючерсный опцион на ОГСЗ. 10 апреля 1996 г. СПФБ начинает торговлю опционом на фьючерс на базе индекса доходности купона ОФЗ, а в мае 1996 г. на обеих биржах вводятся опционы на фьючерсы по ГКО. В начале 1997 г. на МЦФБ

торгуются фьючерсы на первичные аукционы и вторичные торги, опционы на эти фьючерсы.

Третий этап (вторая половина 1996 г. — начало 1998 г.) характеризуется постепенной заменой расчетных контрактов на ГКО поставочными контрактами на корпоративные ценные бумаги, которым теперь принадлежала монополия на срочном рынке. Первые торги срочными контрактами на акции НК «Лукойл» и АО «Мосэнерго» прошли в сентябре 1996 г. на Российской бирже (РБ). Темпы роста этого сегмента российского срочного рынка были колоссальными. Так, в феврале 1997 г. объем фьючерсных торгов на акции АО «Мосэнерго» на РБ превысил 1500% к уровню января. Этот этап характеризуется тем, что постоянно меняется спектр инструментов, предлагаемых разными торговыми площадками. В этот период предпринимались попытки введения контрактов на индексы рынка, которые заканчивались неудачно из-за отсутствия интереса участников рынка к торговле контрактами на агрегированные показатели рынка. В конце 1997 — начале 1999 гг. произошло банкротство ряда бирж (МЦФБ, МТБ, РБ). Одной из причин этого явилось нецелевое использование денежных средств расчетной палаты должностными лицами биржи.

Четвертый этап (вторая половина 1998 г. — первая половина 2000 г.) — период анализа, осознания ошибок и начала зарождения эффективного рынка производных ценных бумаг. После кризиса 17 августа 1998 г. резко сократился объем сделок с ценными бумагами, и, как следствие, практически исчез срочный рынок. В это же время закрывается ряд фондовых и срочных бирж. Единственной торговой площадкой, не прерывавшей торгов производными инструментами, становится биржа «Санкт-Петербург». Хозяиствующие субъекты постепенно осознают, что финансовая система может прожить без хеджа лишь какое-то время. Кроме того, крупные финансовые компании оценили преимущества использования опционов.

Можно считать, что со второй половины 2000 г. начался *пятый этап* формирования срочного рынка. Рынок в это время переживает не только количественное, но и качественное возрождение. Лидером на рынке срочных контрактов изначально становится НП «Фондовая биржа «Санкт-Петербург». В конце 2001 г. срочный рынок биржи «Санкт-Петербург» был переведен в секцию срочных торгов РТС (FORTS). Кроме того, в апреле 2002 г. возобновились торги в срочной секции ММВБ.

2011 г. можно считать началом *шестого этапа* развития российского срочного рынка, который связан с уже начавшимся объединением торговых площадок групп РТС и ММВБ. Первым совместным проектом двух бирж стал расчетный фьючерсный контракт на индекс ММВБ, спецификация которого была утверждена в конце августа на обеих биржах.

Итак, мировой срочный рынок сегодня переживает не только количественный рост объемов торгов стандартными контрактами, но и качественные трансформации. Основными тенденциями развития мирового срочного рынка являются:

- Рост интереса к деривативам на валюту, среди которых преобладают фьючерсные контракты, как с реальной поставкой валюты, так и расчетные;
- Сокращение объемов сегмента процентных контрактов, который являлся безусловным лидером несколько десятилетий (особенно на фьючерсном рынке) и начал постепенное сокращение своей доли с повышением интереса участников рынка в начале 2000-х гг. к опционам на акции;

- Рынок сырьевых деривативов имеет количественный прирост и относительное падение доли сегмента по причине остающегося неизменно высоким интереса к металлам и продовольственным товарам развивающихся стран Азиатско-Тихоокеанского региона (преимущественно Китая). Спрос на товарные производные со стороны развитых рынков несколько сократился;
- Продолжается сближение биржевого и внебиржевого рынка деривативов, в первую очередь посредством унификации внебиржевых соглашений своп и последующей разработкой спецификаций биржевых контрактов своп;
- Срочные биржи развивающихся стран, в т.ч. и России, постоянно расширяют линейку торгуемых срочных контрактов, перенимая опыт лидирующих торговых площадок. В дополнение на рынки постоянно внедряется значительное количество новых продуктов финансовой инженерии;
- Продолжается интернационализация и глобализация срочных рынков посредством дружественных поглощений бирж, заключение соглашений о сотрудничестве. Примерами могут служить EUREX-HEX Cooperation, Европейская энергетическая биржа (EEX), Euronext.LIFFE, объединение срочных бирж Чикаго, начавшееся объединение ММВБ и РТС;
- Инфраструктурные изменения на самих биржах дополняются совершенствованием брокерского сервиса и клиентских торговых систем. В основе этих изменений лежит совершенствование электронных торговых систем биржи, широчайшее распространение алгоритмической торговли, используемой как маркет-мейкерами, так и частными трейдерами. Все это оказывает существенное влияние на объемы торгов и количество открытых позиций.
- Исследование процесса формирования российского срочного рынка и тенденций развития мирового рынка деривативов позволяет сформулировать основные причины, сдерживающие развитие рынка производных инструментов в нашей стране. Многие из перечисленных ниже проблем существуют и остаются нерешенными на протяжении всего срока существования отечественного срочного рынка.
- Необходимым условием формирования развитого срочного рынка является наличие динамичных товарных и фондовых рынков. Что касается биржевой торговли товарами, то в нашей стране она фактически отсутствует. При этом РТС поддерживает инициативу экономических министерств РФ и организует торги фьючерсами и опционами на сырую нефть, которые носят расчетный характер и пользуются спросом преимущественно у спекулянтов. Кроме того, в октябре 2006 г. МЭРТ РФ по соглашению с NYMEX была сделана попытка запустить торговлю фьючерсом на REWCO в США, оказавшаяся полностью неудачной. Однако преодолеть объективные экономические и политические проблемы спотового рынка российской нефти и нефтепродуктов невозможно только за счет срочного рынка;
- Несмотря на то, что FORTS предлагает качественные деривативы, участники рынка используют только часть спекулятивных возможностей этих инструментов. Массовая потребность в хедже так и не возникла;
- Доля торгов опционами в общей структуре срочного рынка остается по-прежнему незначительной: 1-2% в начале 2000 г., 4,6% — в 2010 г.;
- Нестабильность финансовой системы России в целом;

- В условиях глобализации и монополизации срочных рынков посредством формирования биржевых альянсов российские срочные биржи не могут конкурировать с крупными биржами опционов и фьючерсов за наращивание своего сегмента рынка через привлечение иностранных игроков;

- Набор срочных контрактов по видам базисных активов и по количеству дат экспирации существенно уступает срочным ранкам зарубежных стран;

- Участники торгов разделились на две группы: традиционные торговцы и трейдеры, использующие алгоритмическую торговлю (торговые роботы). Исход конкурентной борьбы между ними очевидно сложится в пользу роботизированной биржевой торговли, что приведет ко множеству как позитивных, так и негативных последствий для рынка. Точно спрогнозировать последствия сегодня не представляется возможным, но думается, что количество участников торгов со временем существенно сократится, несмотря на увеличение количества «торговцев-любителей» на современном этапе;

- Российский фондовый рынок в целом и особенно его срочный сегмент характеризуется значительными региональными диспропорциями, а именно сверхконцентрацией профессиональных участников (в т.ч. брокерского сервиса) в центральном регионе и их незначительным числом в удаленных от Москвы регионах;

- Важное значение для развития фондовых рынков имеет налоговое стимулирование инвесторов. В настоящее время существуют объективные законодательные, а также организационные проблемы исчисления и уплаты налогов по операциям со срочными контрактами, в особенности по операциям хеджирования.

Таким образом, российский срочный рынок за последние 10 лет занял достойное место в системе мирового рынка производных контрактов и является наиболее успешно развивающимся сегментом финансового рынка страны. Однако многие проблемы остаются по-прежнему нерешенными.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Пензин К. Современное состояние и перспективы развития мирового рынка производных инструментов. Стандартные биржевые контракты // Рынок ценных бумаг. 2000. № 21. С. 16-23.

2. Кандинская О. Рекорды ушедшего года // Журнал о биржевой торговле F&O. 2011. № 5. С. 22-27.

3. Официальный сайт биржевой статистики. URL: www.world-exchanges.org

4. Официальный сайт ОАО «Фондовая биржа «РТС». URL: www.rts.ru

5. Официальный сайт ЗАО «Московская межбанковская валютная биржа». URL: www.micex.ru