

Опубликовано на нашем сайте: 11 февраля 2003 г.

Рынок ценных бумаг, №21, 2000 г.

Кирилл Пензин,

эксперт ММВБ

Современное состояние и перспективы развития мирового рынка производных инструментов. Стандартные биржевые контракты.

Введение

Мировой рынок производных инструментов (деривативов¹, “срочных” контрактов) является неотъемлемой частью глобального финансового рынка. Существовая более 150 лет, этот рынок стал развиваться особенно быстрыми темпами с начала 70-х годов XX в. после либерализации мировой финансовой системы и перехода к плавающим валютным курсам. В 70 - 80-е годы фактически был создан новый сектор рынка – финансовые и фондовые деривативы, на которые в настоящее время приходится 99% общего объема торгов.

Будучи ранее исключительно биржевым, рынок деривативов с введением финансовых инструментов стал развиваться в двух формах - биржевого и внебиржевого (ОТС) рынков. Конкуренция биржевого и внебиржевого секторов послужила дополнительным стимулом к развитию рынка производных инструментов. Создание, наряду со стандартными биржевыми контрактами, рынка внебиржевых контрактов с индивидуальными условиями существенно расширило возможности участников рынка и финансовых менеджеров по страхованию рисков.

Развитие рынка деривативов во многом определяется происходящими изменениями на рынках базовых активов, изменением их относительной роли. Так, 20-кратный рост объема торгов на фондовом рынке² за последние 10 лет повлек за собой столь же бурное развитие рынка стандартных контрактов на акции и фондовые индексы.

Основными тенденциями конца XX в. на рынке деривативов стали:

- ◆ ***глобализация рынков и связанные с ней резкое обострение конкуренции и изменение структуры бирж;***
- ◆ ***существенный рост рынков*** (за последние 10 лет объем торгов вырос в 5 раз);
- ◆ ***расширение спектра торгуемых инструментов*** и изменение их относительной роли, а также существенное ***расширение состава участников;***
- ◆ ***либерализация регулирования;***

¹ Derivatives – устоявшееся в англоязычной литературе обобщающее название финансовых и товарных производных инструментов.

² И. Доронин Мировой финансовый рынок – на пороге XXI века, Деньги и кредит, 5/2000

- ◆ *применение новых технологий и переход к системам электронной торговли.*

Соотношение биржевого и внебиржевого секторов рынка производных инструментов характеризуется в настоящее время (по данным BIS³ и IMF⁴) следующими факторами:

- ◆ *преобладание в целом внебиржевого рынка над биржевым;*
- ◆ *доминирование валютных контрактов в обороте внебиржевого рынка (79% оборота по номиналу, основной тип контрактов – краткосрочные валютные свопы);*
- ◆ *доминирование процентных контрактов на биржевом рынке (73% оборота в контрактах и 92% по номиналу, основной тип контрактов – фьючерсы и опционы на государственные облигации и депозитные ставки).*

Доли биржевого и внебиржевого секторов в 1999 году составляли 16% и 84% по суммарной номинальной стоимости контрактов в обращении, причем рост в 1998-99 году составил 8,7% и 13% соответственно. Несколько иное соотношение секторов по среднедневному обороту в номинальной стоимости – 52% и 48%.

Столь существенное различие в оценках долей двух секторов объясняется тем, что на внебиржевом рынке практически отсутствует вторичный рынок заключенных контрактов. Контракты завершаются либо по их истечению, либо путем заключения контракта с противоположными условиями. Основной оборот достигается благодаря заключению новых контрактов, в то время как на биржевом рынке заключенные контракты многократно перепродаются, обеспечивая основной оборот.

Биржевой и внебиржевой рынки являются двумя частями единого целого, поскольку они выполняют одну и ту же важнейшую экономическую функцию – перераспределение финансовых рисков между субъектами экономики, а также имеют сходный состав участников.

В торгуемых инструментах и инфраструктуре рынков имеются существенные различия, что предопределяет отдельный первичный анализ состояния и перспектив развития указанных рынков.

Стандартные биржевые контракты **Биржевой рынок в целом**

Мировой рынок стандартных биржевых контрактов⁵ находится в активном и постоянном развитии с начала 70-х годов, когда в практику торговли начали активно внедряться производные инструменты на финансовые и фондовые активы⁶. По итогам 1999 года объем торгов биржевыми

³ Bank for International Settlements

⁴ International Monetary Fund

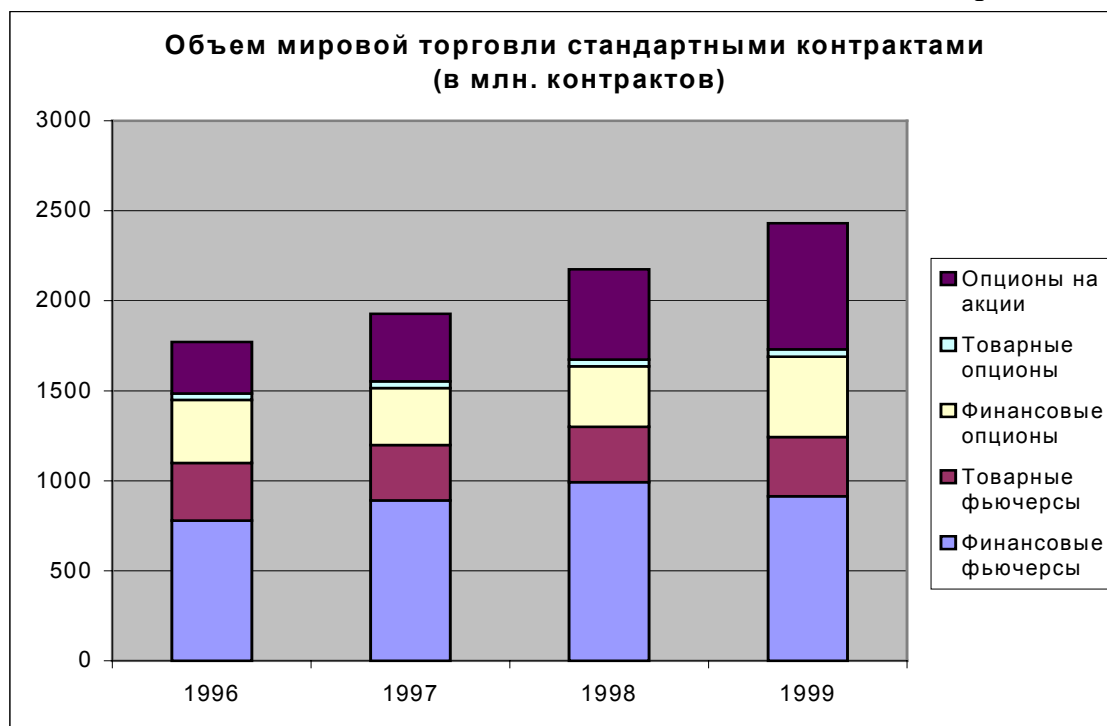
⁵ Стандартными биржевыми контрактами принято считать фьючерсные контракты, опционные контракты и опционы на фьючерсы.

⁶ Основные источники информации: FIBV, CFTC, BIS, FIAFI, derivatives exchanges.

финансовыми контрактами составил 85% от общего объема торгов, и лишь 15% пришлось на торги производными инструментами на товарные активы.

На диагр. 1 представлены совокупные мировые объемы торгов стандартными контрактами в период 1996-99 годов⁷.

Диаграмма 1⁸



Фьючерсные контракты

Объем торгов фьючерсными контрактами имеет тенденцию к росту в секторе инструментов на финансовые активы.

В особенности это касается фьючерсных контрактов на фондовые индексы, которые в связи с бурным ростом фондового рынка все больше используются институциональными инвесторами для хеджирования своих фондовых портфелей. В то же время объем торгов товарными фьючерсами остается в последние годы весьма стабильным и колеблется на уровне порядка 300 млн контрактов в год, что объясняется относительно невысокими темпами роста сырьевых и сельскохозяйственных отраслей и стабильностью состава хозяйствующих субъектов на товарных рынках.

⁷ Для последующего анализа биржевого рынка будет использоваться величина оборота в контрактах, поскольку эта мера является наиболее употребимой, однозначной и доступной. Использование величины оборота в денежном выражении, являющейся в целом более адекватной мерой, сдерживается меньшей прозрачностью этих данных в целом, а также тем, что в настоящее время такая статистика не распространена на некоторые типы контрактов, в том числе на товарные контракты и опционы на акции.

⁸ В позицию “финансовые фьючерсы и опционы” включены инструменты на процентные активы, валюты и фондовые индексы.

Представление о долях фьючерсных контрактов на основные базовые активы в общем объеме фьючерсной торговли, а также их эволюцию в период 1996-99 гг. дает диагр. 2.

Диаграмма 2



В настоящее время доминирующую роль на рынке играют фьючерсные контракты на процентные долговые инструменты, в основном на государственные облигации (более половины объема). В странах с развитой экономикой подобные инструменты используются большинством субъектов экономики для целей финансового планирования национальной и международной деятельности.

Весьма заметным фактом является снижение объема торгов валютными фьючерсами. Их доля неуклонно снижается и составляет по итогам 1999 года лишь 3%.

Эта тенденция в основном объясняется переориентацией институциональных участников валютного рынка на внебиржевые инструменты хеджирования валютных рисков, а также существенным сокращением торгуемых инструментов в связи с введением евро.

В целом небольшая доля валютных фьючерсов объясняется краткосрочной природой валютных контрактов, которые удобнее реализовать на внебиржевом рынке.

Опционные контракты⁹

Опционы, более сложные и одновременно предоставляющие существенно большие возможности по сравнению с фьючерсами финансовые инструменты, постепенно завоевывают все большую популярность.

⁹ В настоящее время оборот по опционам на фьючерсы в среднем не превышает 10% от общего объема торгов опционами, и часто не выделяется в статистике в отдельную категорию.

Если в 1996 году объем торговли опционами (в контрактах) составлял примерно 1/3, то по итогам 1999 года доля опционов составила уже примерно 1/2 от общего объема торгов. Наиболее стремительно растет торговля опционами на фондовые активы, в особенности на акции. Если в 1996 году мировой объем торгов опционами на акции составлял 286,3 млн. контрактов, то в 1999 году объем достиг 700,3 млн. Подобного бурного роста не наблюдается ни в одном другом секторе биржевого рынка стандартных контрактов.

Причинами этому является стремительное развитие фондового рынка и приход на него благодаря развитию Интернета и дисконтных брокерских услуг большого количества мелких инвесторов, которые либо хеджируют свои небольшие фондовые портфели опционами на акции, либо занимаются спекуляцией с использованием опционов на акции при минимальных вложениях средств. Институциональные инвесторы все больше используют опционы для реализации сложных инвестиционных стратегий.

Доли опционных контрактов (опционов и опционов на фьючерсы) в общем объеме опционной торговли и их эволюция в период 1996-99 гг. представлены на диагр. 3.

Диаграмма 3



Мы видим, что на рынке опционов доминируют инструменты с базовыми активами в виде акций и фондовых индексов.

При наличии развитого рынка опционов на акции практически отсутствует соответствующий рынок фьючерсных контрактов на акции. Этот факт на первый взгляд кажется странным, поскольку опционы являются более сложными финансовыми инструментами и пока в целом уступают фьючерсам по объему торгов. Однако у данного факта, помимо законодательных ограничений (США), есть вполне рыночные причины.

Институциональные инвесторы не используют фьючерсы на отдельные акции для хеджирования своих широко диверсифицированных фондовых

портфелей (используются фьючерсы на фондовые индексы) ввиду необходимости проведения большого числа транзакций с большими совокупными издержками. Препятствием для использования фьючерсного контракта на акции индивидуальными инвесторами является неограниченный риск фьючерсного контракта без покрытия, а также обязательность исполнения контракта.

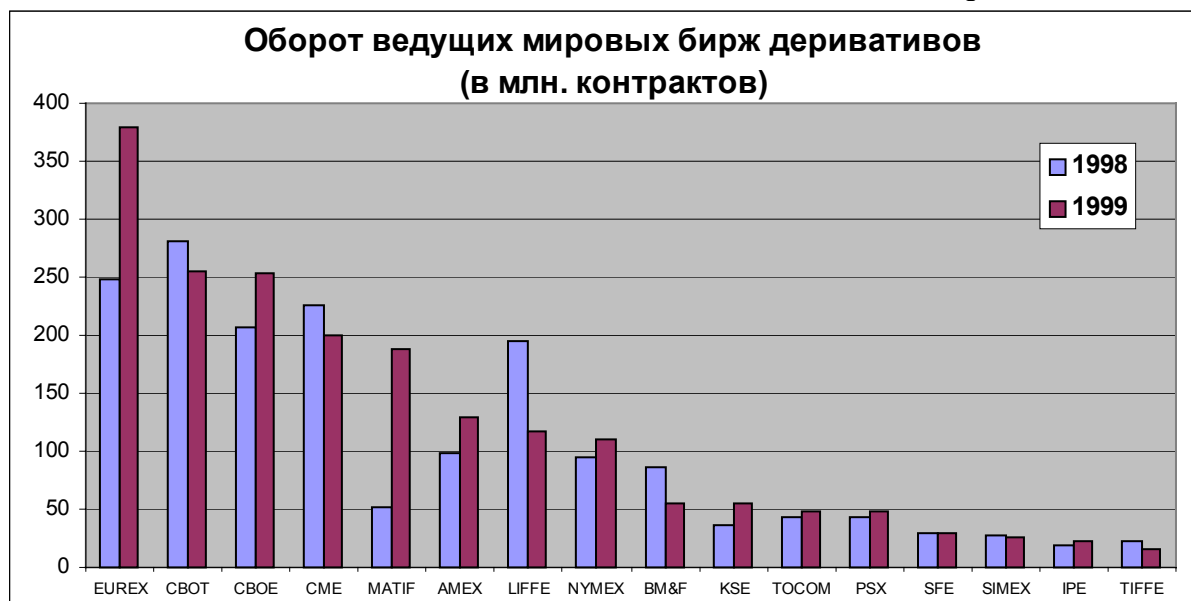
На рынке опционных контрактов институциональные инвесторы являются, как правило, продавцами опционов и получают при заключении контракта премию. Хотя их риск в принципе неограничен, крупные профессиональные игроки в состоянии рассчитать риски и необходимую величину премии, а при необходимости и захеджировать свои опционные позиции с целью получения пусть небольшого, но стабильного источника дохода от данного вида операций.

Мелких частных инвесторов, которые, как правило, выступают покупателями опционов, привлекает ограниченный риск опционных контрактов (ограничен премией), удобство прибыльного хеджирования небольших фондовых портфелей, а также отсутствие обязательства исполнять заключенный опционный контракт со стороны покупателя.

Ведущие мировые биржи деривативов

Объемы торгов фьючерсами и опционами на ведущих мировых биржах деривативов представлены на диагр. 4.

В 1999 году произошла смена лидера – почти 100-летнее первенство Чикагской торговой палаты (СВОТ) прервано.



Крупнейшей мировой биржей деривативов стала электронная биржа EUREX, образованная в 1998 году в результате слияния немецкой Deutsche Terminborse (DTB) и швейцарской SOFFEX. Первая половина 2000 года также подтверждает ее явное лидерство.

Успех EUREX обусловлен наличием активного денежного рынка, а также не в последнюю очередь использованием современной электронной системой торгов. Очень сильно EUREX выиграла от введения евро, так как это обеспечило, в частности, “общеевропейскую” ликвидность контракту bund на долгосрочные облигации правительства Германии, как инструменту на наиболее надежный европейский актив.

Существенно усилила свои позиции американская CBOE благодаря беспрецедентному росту рынка опционов на акции. Средний дневной оборот по опционным контрактам превысил по итогам 1999 года 1 млн. контрактов.

Рост объемов французской биржи MATIF обусловлены в первую очередь бурным ростом торгов контрактами на фондовые индексы и отдельные акции.

Весьма сильно ослабили позиции Лондонской биржи финансовых фьючерсов. Практически перестали торговаться в связи с вводом евро контракты euromark, eurolira и bund, совокупный объем торгов по которым в 1998 году составлял порядка 80 млн. контрактов.

Если в целом оценивать тенденции распределения активности мирового рынка биржевых производных инструментов по различным экономическим зонам, то доминирование американского рынка финансовых деривативов, доля

¹⁰ EUREX – German-Swiss derivatives and securities exchange; CBOT – Chicago Board of Trade; CBOE – Chicago Board Options Exchange; CME – Chicago Mercantile Exchange; MATIF – Marche a Terme International de France; AMEX – American Stock Exchange; LIFFE – London International Financial Futures Exchange; NYMEX – New York Mercantile Exchange; BM&F – Commodities&Futures Exchange (Brasil); KSE – Korean Stock Exchange; TOCOM – Tokyo Commodity Exchange; PSX – Philadelphia Stock Exchange; SFE – Sydney Futures Exchange; SIMEX – Singapore International Monetary Exchange; IPE – International Petroleum Exchange; TIFFE – Tokyo International Financial Futures Exchange.

которого в общемировом объеме в 1991 достигала 60%, сменилось ускоренным ростом доли европейских и азиатских фьючерсных рынков.

Микроструктура рынка. Ведущие контракты

Введение евро в 1999 году существенным образом перекроило инфраструктуру не только европейского, но и мирового биржевого рынка деривативов.

С одной стороны, практически сошли на нет контракты на валюты корзины евро, большое количество валютных и процентных спрэдов; с другой стороны, произошла концентрация активности на ведущих инструментах биржевого рынка, появились новые инструменты, основанные в основном на евро и фондовых индексах. По итогам 1999 года мировым лидером по объему торгов стал контракт на гособлигации правительства Германии, благодаря евро объединивший в себе общеевропейскую активность по стандартным контрактам на госбумаги (см. таблицу).

Как видно из таблицы, в которой представлены 50 ведущих контрактов, на рынке доминируют контракты на процентные ставки и фондовые индексы.

Таблица 1

Контракт	Биржа	Страна	Категория	Тип расчета	1993	1999	%изм. 93-99
BUND-10year Germ.Gov.Bond	EUREX	Germany	Interest Rate	phys.deliv.	7,9	170,9	2063,3
U.S. Treasury Bond	CBOT	USA	Interest Rate	phys.deliv.	102,9	124,7	21,2
3-Month Eurodollar	CME	USA	Interest Rate	cash-settl.	81,4	113,1	38,9
CAC-40 Index	MATIF	France	Stock Index	cash-settl.	5,9	108,6	1740,7
KOSPI-200	KSE	Korea	Stock Index	cash-settl.	(1996)	54,7	
BOBL 5-year German Gov.Nt	EUREX	Germany	Interest Rate	phys.deliv.	4,6	53,8	1069,6
Crude Oil –Light Sweet	NYMEX	USA	Energy	phys.deliv.	32	47,1	47,2
DAX Index	EUREX	Germany	Stock Index	cash-settl.		45,9	
10-Year U.S. Treasury Note	CBOT	USA	Interest Rate	phys.deliv.	21,4	43,8	104,7
Three Month Euribor	LIFFE	U.K.	Interest Rate	cash-settl.	(1998)	40,5	
Three Month Sterling	LIFFE	U.K.	Interest Rate	cash-settl.	15	33,7	124,7
S&P 500 Index	CME	USA	Stock Index	cash-settl.	16,1	31,6	96,3
Primary Aluminum high-grade	LME	U.K.	Metal	phys.deliv.	11	24	118,2
Natural Gas	NYMEX	USA	Energy	phys.deliv.	5	23,8	376,0
1-Day Interbank rate	BM&F	Brazil	Interest Rate	cash-settl.	19	23,1	21,6
SCHATZ 2-year Germ.Gov.Nt.	EUREX	Germany	Interest Rate	phys.deliv.	(1997)	20,1	
Corn	CBOT	USA	Dom.Agriculture	phys.deliv.	13,5	19,9	47,4
5-Year U.S. Treasury Note	CBOT	USA	Interest Rate	phys.deliv.	10,1	19,5	93,1
Copper-Grade A	LME	U.K.	Metal	phys.deliv.	16	18	12,5
Soybeans	CBOT	USA	Dom.Agriculture	phys.deliv.	14,6	17,3	18,5
Crude Oil-Brent	IPE	UK	Energy	phys.deliv.	10	16,4	64,0
Gold	TOCOM	Japan	Metal	phys.deliv.	8,8	16	81,8
3-Month Euroyen	TIFFE	Japan	Interest Rate	cash-settl.	24,1	14,7	-39,0
10-Year Yen Gov't Bond	TSE	Japan	Interest Rate	phys.deliv.	16,7	14,3	-14,4
FTSE-100 Index	LIFFE	U.K.	Stock Index	cash-settl.		13,6	
Platinum	TOCOM	Japan	Metal	phys.deliv.	5	13,3	166,0
Gold - COMEX	NYMEX	USA	Metal	phys.deliv.	10,6	12,6	18,9
U.S. Dollar	BM&F	Brazil	Currency	phys.deliv.	7,7	12,1	57,1
3-Year Treasury Note	SFE	Australia	Interest Rate	phys.deliv.	7,5	11,3	50,7
S&P 500 E-mini Index	CME	USA	Stock Index	cash-settl.	(1997)	11	

Swiss Market Index (SMI)	EUREX	Germany	Stock Index	cash-settl.	5	10,2	104,0
Heating Oil – N.Y. No. 2	NYMEX	USA	Energy	phys.deliv.	9,4	9,2	-2,1
DJ EURO STOXX 50	EUREX	Germany	Stock Index	cash-settl. (1998)		9,1	
Eurodollar	SIMEX	Singapore	Interest Rate	cash-settl.	5,5	9	63,6
N.Y. Unl. Reg. Gasoline	NYMEX	USA	Energy	phys.deliv.	7,4	8,7	17,6
Long Gilt	LIFFE	U.K.	Interest Rate	phys.deliv.	13,9	8,6	-38,1
Wheat	CBOT	USA	Dom.Agriculture	phys.deliv.	3,7	8,1	118,9
Soybean Meal	CBOT	USA	Dom.Agriculture	phys.deliv.	5	7	40,0
Japanese Yen	CME	USA	Currency	phys.deliv.	8,3	7	-15,7
Euro-Yen	SIMEX	Singapore	Interest Rate	cash-settl.	3,6	7	94,4
Soybean Oil	CBOT	USA	Dom.Agriculture	phys.deliv.	4,8	6,5	35,4
Euro Notional Bond	MATIF	France	Interest Rate	phys.deliv.	48,4	6,3	-87,0
Rubber	TOCOM	Japan	Ind.agriculture	phys.deliv.	3	6,2	106,7
Sugar #11	CSCE	USA	For. Agriculture	phys.deliv.	5,2	5,9	13,5
Bovespa - Stock Index	BM&F	Brazil	Stock Index	cash-settl.	10,4	5,6	-46,2
Live Cattle	CME	USA	Dom.Agriculture	phys.deliv.	3,8	4,4	15,8
Swiss Franc	CME	USA	Currency	phys.deliv.	6,2	4,3	-30,6
Dow Jones Industrial Index	CBOT	USA	Stock Index	cash-settl. (1997)		4,1	
Silver - COMEX	NYMEX	USA	Metal	phys.deliv.	6	4	-33,3
Euro FX	CME	USA	Currency	phys.deliv. (1999)		3,2	

Среди 10 лидирующих контрактов 6 – на процентные ставки и 3 – на фондовые индексы. Среди наиболее быстро растущих контрактов – также в основном представители данных категорий. Существенно выросли объемы торгов контрактами на нефть, газ и отдельные металлы. Традиционно стабильными были торги по сельскохозяйственным культурам. Валютных контрактов в рейтинге практически не осталось.

Большинство контрактов рейтинга являются поставочными. Расчетными являются только контракты на фондовые индексы и процентные ставки денежного рынка, по которым физическая поставка затруднена. Биржи стремятся запускать прежде всего поставочные контракты, переходят от расчетных к поставочным, поскольку последние создают дополнительную степень свободы для участников рынка, не лишая их при этом возможностей денежных расчетов по контрактам.

Важнейшей особенностью основных финансовых инструментов на развитых рынках является то, что в подавляющем большинстве случаев они основаны на *национальных* базовых активах и обеспечивают потребности *национального* риск-менеджмента. Прямых конкурентов национальным инструментам на зарубежных биржах практически нет.

Участники рынка

Производные инструменты в настоящее время используются широким кругом участников рынка, а именно:

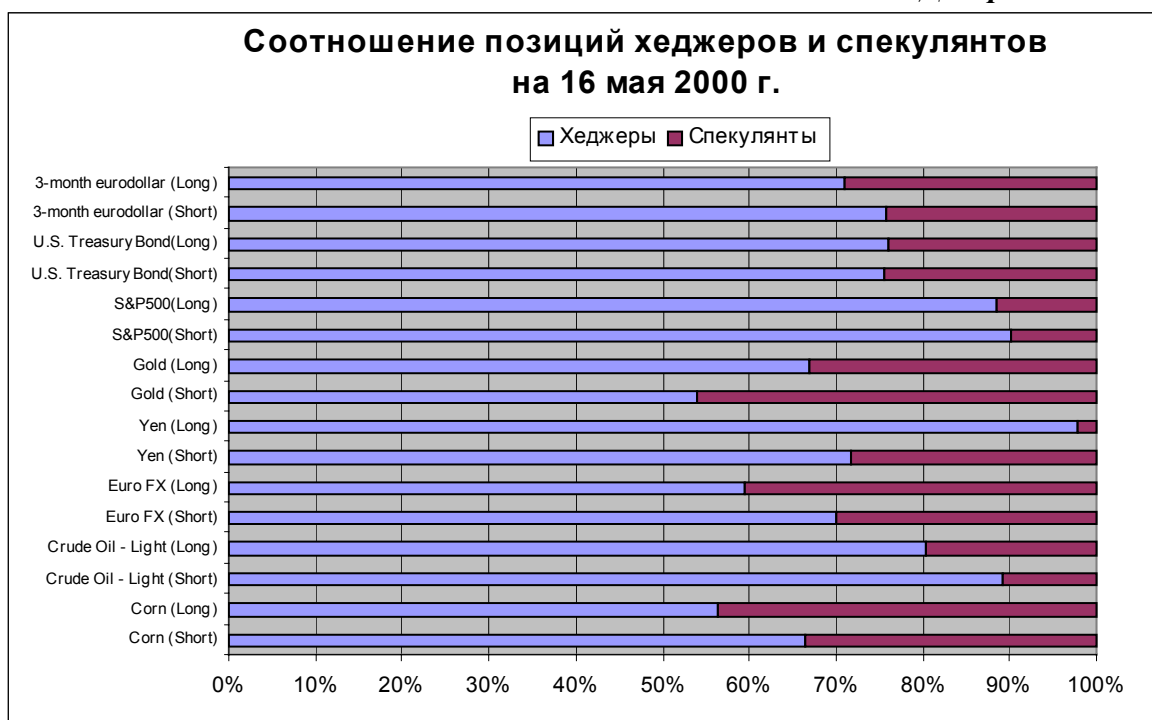
- **индивидуальными инвесторами**, для которых инструменты рынка деривативов, в частности опционы, привлекательны из-за малого объема требуемых инвестиций;
- **институциональными инвесторами** для хеджирования рыночных портфелей и альтернативных денежному рынку вложений капитала;
- **государственными финансовыми учреждениями** с целью хеджирования вложений;

- **банками и другими финансовыми посредниками, а также частными предприятиями** для стратегического риск-менеджмента, хеджирования и спекуляций;
- **инвестиционными фондами** для увеличения эффективности вложений;
- **хедж-фондами** для увеличения дохода путем использования инструментов с большим “плечом” и с высоким потенциальным доходом;
- **трейдерами** по ценным бумагам для получения дополнительной информации о рынках базовых активов.

В целом все участники рынка выступают либо хеджерами, снижающими рыночный риск своих вложений за счет других участников, либо спекулянтами или арбитражерами. Последние стремятся получать безрисковый доход, используя рассогласования в ценах на различные финансовые инструменты.

На диагр. 5 представлено процентное соотношение объема текущих позиций хеджеров и остальных участников рынка (на диаграмме – спекулянты) по основным американским биржевым контрактам по состоянию на середину мая 2000 г. Раздельно рассматриваются “длинные” и “короткие” позиции по контрактам.

Диаграмма 5



Основной вывод – биржевой рынок деривативов в среднем на 70% является хеджерским. Полностью подтверждается вывод о том, что производные инструменты на фондовые индексы в основном используются для хеджирования портфелей акций. Весьма высока доля хеджеров и на нефтяном рынке.

Инфраструктурные изменения

В последние годы процесс инфраструктурных преобразований на мировом финансовом рынке резко ускорился. Это связано прежде всего с глобализацией финансовых рынков, возросшей конкуренцией между биржами и бурным ростом онлайн-торговых систем.

Конкуренция приводит к тому, что биржи уже не могут существовать в традиционном статусе некоммерческих организаций. Существенные затраты на реорганизацию, внедрение электронных торговых систем требуют дополнительного финансирования.

Одним из основных путей решения этой проблемы стало придание биржам открытой рыночноориентированной формы управления, коммерциализация ее деятельности и выход на фондовый рынок со своими акциями с целью привлечения инвестиций для развития. Этот процесс, именуемый “demutualization”, активно идет в биржевой среде, что подтверждается недавно анонсированными намерениями Лондонской биржи металлов и Международной нефтяной биржи выйти на фондовый рынок со своими акциями.

В условиях конкуренции биржи вынуждены уменьшать размеры комиссионных, активно торгуют франчайзинговыми правами и торговой информацией.

Необычайно усилился в последнее время процесс консолидации биржевого бизнеса, основными целями которого является повышение эффективности и сокращение операционных издержек путем объединения родственных систем бирж (управление, торговые системы, клиринг, кросс-маржирование), а также предоставление расширенных возможностей участникам торгов. Примерами являются уже упоминавшееся создание EUREX и ее альянс с CBOТ, соглашение между CME и LIFFE, обеспечивающее возможность одновременной работы на двух площадках.

Определяющей тенденцией инфраструктурных изменений последних лет является переход от “голосовых” систем биржевой торговли к электронным. Так, в 1998 году французская MATIF полностью перешла с “голосовой” на электронную систему торгов в течение двух недель. С ноября 1999 года большинство сделок на LIFFE осуществляется через электронную систему Connect.

CBOТ, крупнейшая в США площадка по торговле фьючерсами, планирует разделиться на две компании. Первая останется традиционной “голосовой” биржей, а вторая будет представлять собой систему электронных торгов. По данным председателя CBOТ Д.Бреннана¹¹, в период 1995-1998 годов объем электронных фьючерсных торгов в мире вырос на 100%, в то время как объем на “голосовых” торгах сократился на 17%.

Однако не следует думать, что переход на электронную торговлю радикально сокращает биржевые затраты. Электронные системы требуют существенных средств на их поддержание и сопровождение.

Существенным фактором последнего времени стало создание независимых электронных систем по торговле производными инструментами, в основном с Интернет-доступом. Наиболее заметные события – создание Cantor Exchange (CX) и анонсирование торговой системы BrokerTec консорциумом

¹¹ D.P.Brennan, Testimony before the subcommittee on risk management committee on agriculture, U.S House of representatives, May 19, 1999.

ведущих инвестиционных банков мира, среди которых Citibank, Deutsche Bank, Morgan Stanley и Merrill Lynch.

Однако сами по себе эти системы не могут оказать серьезной конкуренции существующим биржам, поскольку осуществляют лишь сбор заявок и их мэтчинг. За рамками их деятельности пока остаются две другие основные функции бирж – клиринг и регулирование рынка. В этом смысле естественным представляется альянс Cx-NYBOT¹², в котором на нью-йоркскую биржу возложены функции клиринга.

Одним из основных факторов, определивших нынешнюю инфраструктуру биржевых рынков, явилось введение евро. Еще до его введения было понятно, что смогут сохранить свой бизнес не все 22 фьючерсные биржи Европы, созданные в основном для торгов деривативами на национальные процентные инструменты и валюты. Консолидация биржевого бизнеса на примере EUREX, практическое исчезновение валютных инструментов корзины евро и связанных с ними спрэдов – реальные события последнего времени.

Постепенно зарождается еще одна важная тенденция, способная в некотором смысле объединить биржевой и внебиржевой рынки. В своей недавней работе известный специалист по рынкам деривативов A.Steinherr¹³ высказывает мысль о том, что рост внебиржевого рынка производных инструментов, ограниченная прозрачность рынка и концентрация его в относительно небольшом числе институтов (60% рынка кредитных деривативов сосредоточена в одном банке) увеличивает системный риск. При этом традиционное финансовое регулирование, ориентированное более на баланс, чем на функции и риски, не вполне соответствует современным тенденциям рынка.

Для снижения системного риска на внебиржевом рынке A.Steinherr предлагает, в частности, использовать клиринговые организации организованных бирж деривативов для управления рисками внебиржевых контрактов.

Практическим примером действий в этом направлении может служить недавняя инициатива London Clearing House по клирингу внебиржевых свопов. Аналогичный клиринг уже организован и действует в Швеции. В ноябре 1999 года EUREX ввела в качестве новой услуги клиринг внебиржевых контрактов на одно- и трехмесячную ставки Euribor.

Регулирование

Государственное регулирование рынков производных инструментов является неотъемлемым элементом сохранения их стабильности и развития.

Осознание необходимости регулирования и принятие соответствующих актов происходило, как правило, после тех или иных экономических потрясений. Так, в США основные акты по регулированию биржевого рынка были приняты в 30-х годах непосредственно после Великой депрессии, в том числе Акт о товарной торговле (Commodity Exchange Act), принятый в 1936 году.

¹² New York Board of Trade

¹³ A.Steinherr Derivatives. The wild beast of Finance, Wiley, New York, 1998

В регулирующих документах, принятых под впечатлением экономических и финансовых кризисов, как правило, был заложен определенный “запас прочности”, который во многом ограничивает развитие рынков.

Основной современной тенденцией в области государственного регулирования рынков деривативов является либерализация, которая состоит в переходе от тотального контроля и управления к надзору, в делегировании все большей части регулирующих функций биржам, создании благоприятных условий для развития национальных бирж и повышения их конкурентоспособности на международном рынке. Эта тенденция явно прослеживается на примерах американского и европейского рынков.

Одной из причин наблюдаемого в последнее время снижения темпов развития американского фьючерсного рынка признается излишняя его зарегулированность. Большой и не всегда оправданный объем ежедневной отчетности бирж и брокеров, трудности и большие задержки при запуске новых контрактов и правил торговли, неоправданные выплаты регуляторам со стороны американских бирж ставят их в неравное конкурентное положение с европейскими биржами, которые в целом работают в более либеральных условиях регулирования. По словам председателя СВОТ на недавних слушаниях в конгрессе США, “несмотря на уникальное саморегулирование, клиринг с AAA-рейтингом, и 151-летний рекорд отсутствия дефолтов клиринговых членов Чикагский биржевой совет вынужден тащить на себе цепи затратного и устаревшего регулирования, прибавляющего проблем нашим клиентам”.

Активная позиция американских бирж деривативов привела к официальному признанию необходимости либерализации. CFTC намерена пересмотреть всю систему регулирования фьючерсного рынка, что позволит американской фьючерсной индустрии эффективно конкурировать на международном рынке. Активно ведутся слушания по отмене соглашения Шада-Джонсона, в котором содержится запрет на торговлю фьючерсами на акции на американском рынке.

Европейское регулирование создает определенные конкурентные преимущества для европейских бирж. Так в Германии и Швейцарии анализ и допуск к торгам новых контрактов фактически передан менеджменту бирж.

Важнейшим направлением развития государственного регулирования рынков деривативов является его международная гармонизация и унификация, осуществляемая при непосредственном и активном участии Международной организации регулирующих комиссий (IOSCO).

Перспективы

Проведенный анализ биржевых рынков стандартных контрактов позволяет с достаточной степенью уверенности утверждать, что основными направлениями их развития в среднесрочной перспективе будут:

- дальнейшая оптимизация глобальной биржевой инфраструктуры, снижение операционных расходов и предоставление участникам дополнительных возможностей;

- глобализация рынков деривативов, международные альянсы, предоставление возможностей одновременной торговли в различных юрисдикциях;
- продолжение перехода к электронным торговым системам несмотря на аргументацию сторонников pit-based систем;
- введение контрактов на новые базовые активы, удовлетворение потребностей риск-менеджмента в меняющейся структуре мировых рынков;
- дальнейшее развитие опционной торговли;
- активизация американских регулирующих органов и бирж, попытки удержания сокращающейся мировой рыночной доли;
- совершенствование государственного регулирования рынков деривативов с целью снижения затрат участников, придания рынку большей гибкости и снижения системного риска, гармонизация и унификация регулирования в международном масштабе;
- сближение биржевого и внебиржевого рынков на основе биржевого клиринга.