МОСКОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ИНСТИТУТ МЕЖДУНАРОДНЫХ ОТНОШЕНИЙ (УНИВЕРСИТЕТ)

Кафедра экономической теории

Тема: **Производные финансовые инструменты и их функциональная роль в экономике.**

*Студентки 3-ей группы 3-го курса*

*Вечернего отделения*

*факультета МЭО*

*Шершенёвой А.С.*

*Научный руководитель: Тепловодский М.Н.*

МОСКВА, 2000

***Содержание:***

***Введение - стр.3***

1. ***Рынок производных финансовых инструментов: определение, функции; стр.3***
2. ***Разновидности производных финансовых инструментов, их характеристики, стр.5***
   1. ***Опционы, стр.5***
   2. ***Форвардный контракт, стр.12***
   3. ***Фьючерсный контракт, стр.14***
   4. ***Свопы и соглашение о форвардной ставке, стр.19***
   5. ***Внебиржевые производные инструменты, стр.21***

***3. Рынок производных финансовых инструментов на современном этапе и перспективы развития в России, стр.23***

***Вывод – стр.27***

***Список литературы – стр.29***

***Введение.*** В настоящее время перед Россией остро стоит проблема привлечения иностранных инвестиций, без которых сложно себе представить полноценное развитие промышленности и осуществление крупных проектов, из-за отсутствия достаточных средств внутри страны или нежелания потенциальных инвесторов-резидентов рисковать своим капиталом. В то же время о привлечение иностранных инвестиций нечего и говорить без развитого фондового рынка. Рынок же производных финансовых инструментов является неотъемлемой частью фондового рынка, который позволяет не только получать спекулятивную прибыль, но и, что особенно важно для прямых инвесторов, проводить хеджирование от рисков. Срочный рынок очень важен, так как без него законченного финансового рынка в стране никогда не будет. Для меня же эта тема еще интересна и тем, что, в отличие от рынка ценных бумаг, совершенно не была нами затронута в ходе лекций.

1. ***Рынок производных финансовых инструментов: определение, функции.***

Одним из рынков, совокупность которых и образует рыночную экономику, является финансовый рынок, опосредующий распределение денежных средств между участниками экономических отношений. С его помощью мобилизуются свободные финансовые ресурсы и аккумулируются в руках тех, которые могут ими наиболее эффективно распорядиться. Собственно, именно на финансовом рынке изыскиваются средства для развития сферы производства и услуг. Поэтому, в определенном смысле, финансовый рынок можно назвать начальным звеном процесса воспроизводства.

Финансовый рынок, как и вообще рыночную экономику можно разделить на два сегмента во временном отношении: спотовый и срочный рынок. Спотовый (кассовый) рынок – это рынок наличных сделок. На спотовом рынке происходит одновременная оплата и поставка активов.

Срочный рынок - это рынок, на котором заключаются срочные сделки, представляющие собой договор между контрагентами о будущей поставке предмета контракта на условиях, которые оговариваются в момент заключения такой сделки. Срочный рынок также называют рынком производных финансовых инструментов. На срочном рынке обращаются срочные контракты. Повторюсь, что срочный контракт- это соглашение о будущей поставке предмета контракта. В момент его заключения оговариваются все условия, на которых он будет исполняться. Срочный рынок является сложным и развитым организмом, на котором обращается широкий набор различных контрактов. В основе контракта могут лежать различные активы, например, помимо ценных бумаг, фондовые индексы, банковские депозиты, валюта, товары (в основном сырьевые, с трудом поддающиеся диверсификации). Актив, лежащий в основе срочного контракта, называют *базисным* или *базовым активом*. Срочный контракт возникает на основе базисного актива. Поэтому его также называют производным активом, т.е. инструментом, производным от базисного актива. Функциональный спектр срочных контрактов в настоящее время уже не сводится только к осуществлению реальной поставки базисного актива, но они всё в большей степени начинают выступать в качестве финансовых инструментов. Еще одно название срочных контрактов - деривативы (derivative – производная).

К двум важнейшим *функциям* срочного рынка относится то, что он позволяет *согласовывать планы предпринимателей на будущее* и *страховать ценовые риски в условиях неопределенности экономической конъюнктуры*. С помощью срочных контрактов можно застраховаться от изменения цен финансовых активов, валютных курсов, процентных ставок, товарных цен. Инструменты срочного рынка являются высокодоходными, хотя и высокорискованными объектами инвестирования финансовых средств.

Рынок производных финансовых инструментов можно подразделить на сегменты: *первичный* и *вторичный*, *биржевой* и *внебиржевой*. В отличие от рынка ценных бумаг срочный биржевой рынок является для производных активов одновременно и первичным и вторичным, в то время как для ценных бумаг биржевой рынок выступает преимущественно как вторичный. По виду торгуемых на срочном рынке инструментов его можно подразделить на *форвардный, фьючерсный, опционный рынки* и *рынок свопов*. В свою очередь, форвардный рынок можно подразделить на рынок классических форвардных контрактов, главная цель которых состоит в поставке базисных активов и хеджировании позиций участников, а также рынок репо и рынок при выпуске (when-issued market). Рынок репо призван обеспечивать потребности в краткосрочном кредите, а рынок при выпуске – в первую очередь выполнять функцию определения цены будущих выпусков ценных бумаг. Опционный рынок можно разделить на рынок классических опционных контрактов и инструментов с встроенными опционами. Рынок производных финансовых инструментов можно также разделить и по сроку заключения контрактов: на *кратко-, средне-* и *долгосрочный*. По своей временной структуре данный рынок является преимущественно кратко- и среднесрочным, а биржевой рынок - практически только краткосрочным рынком: контракты, заключаемые на срок более года, являются скорее исключением, чем правилом.

Подавляющая часть срочных контрактов заключается в главных мировых финансовых центрах (Чикагская Биржа и т.п.), а также осуществляется с помощью международных телекоммуникационных систем. Клиринг по срочным операциям происходит в объединенных клиринговых центрах. Инфраструктура срочного рынка представлена не только биржами и внебиржевыми электронными системам (NASDAQ), но и широким спектром организаций, выполняющих как брокерские, так и дилерские функции. Непосредственными участниками данного рынка кроме коммерческих и инвестиционных банков выступают также различные фонды (инвестиционные, пенсионные, фьючерсные, хеджирования), производственные и сельскохозяйственные предприятия. Деятельность профессиональных участников срочного рынка подлежит лицензированию. Любые юридические и физические лица, решающие задачи согласования хозяйственных планов и страхования ценовых рисков, могут стать участниками срочного рынка, став клиентами какой-либо брокерской или инвестиционной компании.

Всех участников можно разделить на три группы: *хеджиров, спекулянтов и арбитражеров.* **Хеджер** – это лицо, страхующее ценовые риски. Операция по страхованию ценового риска называется хеджированием. Говоря проще, хеджирование – это действие, предпринимаемое покупателем или продавцом для защиты своего дохода от роста цен в будущем. Механизм хеджирования сводится к заключению срочного контракта, в котором устанавливается цена поставки базисного актива. **Спекулянт** – это лицо, стремящееся получить прибыль за счет разницы в курсовой стоимости базисных активов, которая может *возникнуть во времени*. **Арбитражер** – это лицо, извлекающее прибыль за счет *одновременной купли-продажи* одного и того же актива *на разных рынках,* если на него наблюдаются разные цены. Арбитражер продает актив на той бирже, где он дороже, и покупает там, где дешевле. Разница в ценах составляет его прибыль.

Если лицо по срочному контракту обязуется купить базисный актив, то говорят, что оно открывает длинную позицию. Ели лицо обязуется по контракту продать базисный актив, то говорят, что оно открывает короткую позицию.

***2. Разновидности производных финансовых инструментов, их характеристики.***

***2.1. Опционы***. Опционом (option) называют контракт, заключенный между двумя лицами, в соответствии с которым одно лицо предоставляет другому лицу право купить определенный актив по определенной цене в рамках определенного периода времени или предоставляет право продать определенный актив по определенной цене в рамках определенного периода времени. Существует большое разнообразие контрактов, имеющих черты опционов. Однако, так сложилось, что только к определенным инструментам используют термин «опционы». Другие же инструменты, хотя и имеют похожую природу, именуются по иному. Суть опциона состоит в том, что по нему одна из сторон (покупатель опциона) может *по своему усмотрению либо исполнить контракт, либо отказаться от его исполнения*. За полученное право выбора покупатель опциона выплачивает продавцу определенное вознаграждение, называемое премией. Продавец опциона должен исполнить свои контрактные обязательства, если покупатель (держатель) опциона решает исполнить опционный контракт. Покупатель может продать/купить базисный актив опционного контракта только по той цене, которая в контракте зафиксирована и называется ценой исполнения. С точки зрения сроков исполнения, опционы подразделяются на два типа: американский и европейский. Европейский может быть исполнен только в день истечения срока контракта. Американский – в любой день до истечения срока действия контракта.

В основе опционных контрактов может лежать широкий диапазон различных активов. Например, базисным активом опционного контракта могут быть другие производные инструменты (фьючерсный контракт). Опционы используются как для хеджирования, так и для извлечения спекулятивной прибыли.

Различают два основных вида опционов – это опционы «колл» и «пут». В настоящее время такими контрактами торгуют на многих биржах мира, а также вне бирж.

**Опцион колл** предоставляет покупателю опциона право купить базисный актив у продавца опциона по цене исполнения в установленные сроки или отказаться от этой покупки. *Инвестор приобретает опцион колл, если ожидает повышения курсовой стоимости базисного актива*. Наиболее известный опционный контракт – это опцион «колл» (call option) на акции. В опционном контракте оговариваются следующие моменты:

1. компания, акции которой могут быть куплены
2. число приобретаемых акций
3. цена приобретения акций , именуемая ценой исполнения (exercise price), или цена «страйк»
4. дата истечения контракта (expiration date).

Потенциальный покупатель опциона полагает, что курс акций существенно вырастет к дате истечения контракта. Потенциальный продавец опциона считает наоборот, что спот-цена акций не поднимется выше цены, которую он будет фиксировать в опционном контракте. Подписывая контракт, продавец опциона идет на риск, тогда как покупатель страхуется. Риск для продавца заключается в том, что курс акций может с течением времени повысится. И тогда продавец вынужден будет купить акции по более высокой цене и продать их покупателю опциона по более низкой указанной в контракте цене. То есть продавец может потерять свои деньги. Соответственно, чтобы продавец согласился подписать контракт, покупатель опциона колл должен заплатить ему определенную сумму, которая называется *премией (premium)*, либо ценой опциона.

*Премия* состоит из двух компонентов: внутренней стоимости и временной стоимости. *Внутренняя стоимость* – это разность между текущим курсом базисного актива и ценой исполнения опциона. *Временная стоимость* – это разность между суммой премии и внутренней стоимостью. Чем больше срок действия опционного контракта, тем больше временная стоимость, так как риск продавца больше, и, естественно, больше сумма его премии.

Для покупателя опциона колл можно сформулировать общее правило действия: *Опцион колл исполняется, если спотовая цена базисного актива к моменту истечения срока действия контракта (европейский опцион) или на любой момент его действия (американский опцион) выше цены исполнения, и не исполняется, если она равна или ниже цены исполнения.* Прибыль держатель опциона получит тогда, когда курс актива превысит сумму цены исполнения и премии, уплаченной продавцу. Чем выше по сравнению с ценой исполнения опциона спотовая цена базисного актива, тем больше выигрыш покупателя, так как он исполнит опционный контракт по меньшей цене и продаст базисный актив на спотовом рынке по более высокой цене.

Итоги сделки для продавца опциона противоположны по отношения к результатам покупателя. Его максимальный выигрыш равен величине премии в случае неисполнения опциона. Чтобы застраховаться от резкого роста цен на базисный актив (так как в этом случае его потери могут быть очень большими), продавец опциона может купить этот актив в момент заключения контракта, т.е. подстраховать свою позицию. В этом случае опцион будет называться покрытым. Если же продавец не страхует свою позицию приобретением базисного актива, то опцион называется непокрытым.

**Опцион пут (put option)** – дает право покупателю опциона продать базисный актив по цене исполнения в установленные сроки продавцу опциона или отказаться от его продажи. *Покупатель приобретает опцион пут, если ожидает падения курсовой стоимости базисного актива*.

Общее правило действия для покупателя опциона пут можно сформулировать следующим образом. *Опцион пут исполняется, если к моменту истечения срока действия контракта (европейский опцион) или на любой момент его действия (американский опцион) спотовая цена базисного актива меньше цены исполнения, и не исполняется, если она равна или выше цены исполнения*. Максимальный проигрыш для покупателя опциона пут составляет лишь величину уплаченной премии, выигрыш может быть большим, если спот-цена базисного актива сильно упадет.

Как и для случая с опционом колл, итоги сделки для продавца опциона пут противоположны. Его максимальный выигрыш равен премии в случае неисполнения опциона. Проигрыш может быть существенным, если курс базисного актива сильно упадет. Опцион может быть покрытым, если при выписывании опциона продавец резервирует сумму денег, достаточную для приобретения базисного актива.

Как продавец, так и покупатель опционов могут попытаться продать контракт другим лицам. Если это им удастся, то будет считаться, что они «закрыли» (или «ликвидировали», «развязали») свои позиции и больше не участвуют в опционном контракте. А их позиции по контракту теперь занимают третьи лица.

С помощью опционов инвесторы могут формировать разнообразные стратегии. Простейшие из них – покупка или продажа опциона колл или пут.

Если инвестор ожидает существенного изменения цены базисного актива, но не уверен, в каком направлении оно произойдет, то целесообразно купить и опцион колл, и опцион пут. Такая стратегия называется *стеллаж* или *стреддл*. По стратегии «стеллаж» опционы приобретаются с одинаковой ценой исполнения и сроком истечения. В зависимости от ситуации на рынке, инвестор исполняет либо опцион пут, либо опцион колл.

Модификацией стеллажа является *стрэнгл*. Данная стратегия предполагает покупку опциона пут с более низкой ценой исполнения и опциона колл с более высокой ценой исполнения .

Если инвестор с большей уверенностью ожидает роста курса базисного актива, то он может купить один опцион пут и два опциона колл (стратегия *стрэп*), причем цены исполнения опционов могут быть как одинаковыми, так и разными.

Если инвестор с большей вероятностью ожидает падения спотовой цены базисного актива, он купит два опциона пут и одни опцион колл – стратегия *стрип*.

Опционные стратегии также предполагают использование опционов одного вида (только пут или только колл) с одинаковыми сроками истечения, но с различными ценами исполнения.

Когда инвестор покупает опцион колл (пут) с более низкой ценой исполнения и продает опцион колл (пут) с более высокой ценой исполнения, то он формирует стратегию, которая называется *спрэд быка*. Вкладчик получит небольшой выигрыш в случае роста курсовой стоимости базисного актива, но его потенциальные убытки будут также невелики.

Если вкладчик купит опцион колл (пут) с более высокой ценой исполнения и продаст опцион колл (пут) с более низкой ценой исполнения, то он сформирует *спрэд медведя*.

Теоретически опционные стратегии открывают инвесторам широкое поле для маневрирования, но на практике возможность различных маневров ограничена тем, что большая часть биржевых опционов являются американскими, что не дает возможность точно определить результаты действий.

Главнейшая задача, которую необходимо решить инвестору – это определение цены опциона. Две наиболее известные модели определения премии опционов – это модель Блэка-Шоулза и биноминальная модель (BOPM) Кокса, Росса и Рубинштейна.

*Модель Блэка-Шоулза* была разработна для оценки стоимости европейского опциона колл на акции, по которым не выплачиваются дивиденды. Чтобы использовать данную формулу для оценки стоимости опциона на акции, по которым выплачиваются дивиденды, в формулу были внесены некоторые изменения. Формула Блэка-Шоулза для оценки действительной стоимости опциона имеет следующий вид:

Vc = N(d1)Ps – E/eRT \* N(d2),

где:

d1 = [ln(Ps/E)+(R+0,5σ2)T]/σ√T

d2 = [ln(Ps/E)+(R-0,5σ2)T]/σ√T = d1-σ√T

где: Vc –действительная стоимость опциона колл;

Ps – текущая рыночная цена базисного актива;

Е – цена исполнения опциона;

R – непрерывно начисляемая ставка без риска в расчете на год;

Т – время до истечения, представленное в долях в расчете на год;

σ - риск базисной обыкновенной акции, измеренный стандартным отклонением доходности акции, представленной как непрерывно начисляемый процент в расчете на год.

Следует обратить внимание на то, что E/eRT  - это дисконтированная стоимость цены исполнения на базе непрерывно начисляемого процента. Величина ln(Ps/E) – это натуральный логарифм Ps/E. N(d1) и N(d2) обозначают вероятности того, что при нормальном распределении со средней, равной 0, и стандартным отклонением, равным 1, результат будет соответственно меньше d1 и d2 .

В данной формуле ставка процента R и стандартное отклонение актива σ предполагаются постоянными величинами на протяжении всего времени действия опциона. Для облегчения подсчетов по данной формуле были разработаны таблицы значений N(d) для различных d. Формула Блэка-Шоулза часто применяется теми, кто пытается обнаружить ситуации, когда рыночная цена опциона серьезно отличается от его действительной цены. Опцион, который продается по существенно более низкой цене, чем полученная по формуле, является кандидатом на покупку; и наоборот, - тот, который продается по значительно более высокой цене, - кандидат на продажу.

*Биноминальная модель Кокса, Росса и Рубинштейна* используется для оценки премии американских опционов, прежде всего опционов пут. Весь период действия опционного контракта разбивается на ряд интервалов времени. Считается, что в течение каждого из них цена базисного актива может пойти вверх или вниз с определенной вероятностью. Получают значение цены базисного актива для каждого интервала времени, учитывая данные о стандартном отклонении его курса (строят дерево распределения цены), также определяют вероятность повышения и понижения курсовой стоимости актива на каждом отрезке временного интервала. Возможные цены опциона в данное время определяются, опираясь на значения цен актива к моменту истечения опциона. После этого последовательным дисконтированием цен опциона (с учетом вероятности повышения и понижения стоимости актива на каждом интервале времени) получают значение его цены в момент заключения контракта.

Следует отметить, что в середине 80-х годов наиболее популярным стало использование опционов для страхования портфеля (portfolio insurance). Используют опцион пут на индекс, который очень похож на портфель инвестора.

С помощью опционов инвестор может также страховаться от роста или падения цены конкретного интересующего его актива. Если вкладчик хеджирует свою позицию от роста цены актива, ему следует купить опцион колл или продать опцион пут. Во втором случае инвестор страхуется только на величину премии, полученной от продажи опциона пут.

Любой покупатель опциона хотел бы иметь гарантию, что продавец выполнит свои обязательства при исполнении опциона. Покупатель опциона «колл» хочет получить гарантию того, что продавец способен поставить требуемые акции, а покупатель опциона «пут» желает иметь гарантию, что продавец в состоянии заплатить необходимую сумму денег. Поэтому биржи устанавливают при торговле опционами залоговые требования – систему защиты от действий продавца, известную под названием «*маржа*». Брокерским фирмам разрешено устанавливать по их желанию еще более строгие требования к их клиентам.

Многие инструменты имеют черты опционов, особенно опционов «колл». Рассмотрим некоторые из них.

**Варрант** на акции (или просто варрант) – это опцион «колл», выписанный фирмой на свои акции. Варранты обычно эмитируются на более длительный срок (пять и более лет), чем типичные опционы «колл». Выпускаются также бессрочные варранты. Цена исполнения может быть фиксированной или изменяться в течение срока действия варранта, обычно в сторону увеличения. Начальная цена исполнения в момент выпуска варранта, как правило, устанавливается значительно выше рыночной цены базисного актива. Варранты могут распределяться между акционерами вместо дивидендов и продаваться в качестве нового выпуска ценных бумаг. Фирма может также продавать облигацию/акцию вместе с варрантом на нее. Одно из отличий варранта от опциона колл заключается в ограничении количества варрантов. Всегда выпускается только определенное количество варрантов определенного типа. Общее количество обычно не может быть увеличено и оно сокращается по мере исполнения варрантов. Исполнение варранта оказывает благотворное влияние на положение корпорации – корпорация получает больше средств, увеличивается количество выпущенных акций и сокращается количество варрантов.

**Право** похоже на варрант в том смысле, что оно также представляет собой опцион «колл», выпущенный фирмой на свои акции. Право также называют подписным варрантом. Они дают акционерам преимущественные права в отношении подписки на новую эмиссию обыкновенных акций до их публичного размещения. Каждая акция, находящаяся в обращении, получает одно право. Одна акция приобретается за определенное количество прав плюс денежная сумма, равная цене подписки. Чтобы обеспечить продажу новых акций, подписная цена обычно устанавливается ниже рыночного курса акций на момент выпуска прав. Права обычно имеют короткий период действия (от двух до десяти недель от момента эмиссии) и могут свободно обращаться до момента их исполнения. Вплоть до определенной даты старые акции продаются вместе с правами. Это означает, что покупатель акции получит и права, когда они будут выпущены. После этого акции продаются *без прав* по более низкой цене.

**Облигации с условием отзыва** выпускаются многими фирмами, что дает им возможность выкупить облигации до даты погашения по цене, которая обычно превышает номинал. Выпуск такой бумаги означает одновременную продажу простой облигации и покупку фирмой опциона «колл». Он оплачивается фирмой в виде относительно более низкой цены облигации. Продавцом опциона является покупатель облигации.

***2.2. Форвардные контракты.***

Форвардный контракт – это соглашение между сторонами о будущей поставке базисного актива, которое заключается вне биржи. Все условия сделки оговариваются в момент заключения договора. Исполнение контракта происходит в соответствии с данными условиями в назначенные сроки.

Форвардный контракт заключается, как правило, в целях осуществления реальной продажи или покупки соответствующего актива и страхования поставщика или покупателя от возможного неблагоприятного изменения цены. Правда, контрагенты не смогут также воспользоваться возможной благоприятной конъюнктурой. Форвардный контракт предполагает обязательность исполнения, но стороны не застрахованы от его неисполнения в случае банкротства или недобросовестности одного из участников сделки. Поэтому до заключения контракта партнерам следует выяснить платежеспособность и репутацию друг друга. Форвардный контракт может заключаться с целью игры на разнице курсовой стоимости активов. Лицо, открывающее длинную позицию, рассчитывает на рост цены базисного актива, а лицо, открывающее короткую позицию, - на понижении его цены. Так, получив акции по форвардному контракту по одной цене, инвестор продает их на спотовом рынке по более высокой цене спот (в случае, конечно, если его расчеты были сделаны правильно и курс актива повысился).

Вторичный рынок форвардных контрактов на большую часть активов развит слабо, так как по своим характеристикам форвардный контракт – это контракт индивидуальный. Исключение составляет форвардный валютный рынок.

Заключая форвардный контракт, стороны согласовывают цену, по которой будет исполнена сделка. Данная цена называется ценой поставки. Она не меняется в течение всего срока действия форвардного контракта.

В связи с форвардным контрактом возникло понятие *форвардной цены.* Для каждого момента времени форвардная цена для данного базисного актива – это цена поставки, зафиксированная в форвардном контракте, который был заключен в этот момент.

Существует два подхода к определению форвардной цены. Согласно первому форвардная цена возникает как следствие ожиданий участников срочного рынка относительно будущей цены своп.

Второй подход – арбитражный – строиться на технической взаимосвязи между форвардной и текущей спотовой ценами, которая определяется существующей на рынке ставкой без риска. Причем допускается, что инвестору безразлично, приобретать ли актив на спотовом рынке сейчас или по форвардному контракту в будущем. В рамках арбитражного подхода различают также: 1) форвардную цену актива, по которому не выплачиваются доходы и 2) форвардную цену актива, по которому выплачиваются доходы. Для первого случая формулу определения форвардной цены можно представить следующим образом:



Где: *F* – форвардная цена;

*S* - спотовая цена;

*r* - ставка без риска (имеется в виду ставка банковских депозитов) ;

*t* - период времени до истечения форвардного контракта.

Форвардную цену актива, по которому выплачиваются доходы, определить несколько сложнее. Если на акцию выплачивается дивиденд в течение действия форвардного контракта, то форвардную цену необходимо скорректировать на его величину, так как, приобретя контракт, инвестор не получит дивиденд. Для наиболее простого случая, когда дивиденд выплачивается перед самым моментом истечения контракта, формула будет следующей:



где: *t* - период действия контракта;

*Div* - дивиденд.

Если дивиденд выплачивается в некоторый момент времени в период действия контракта, то покупатель теряет не только дивиденд, но и проценты от его реинвестирования до момента истечения срока действия контракта. В этом случае предыдущая формула примет вид:

где: T – это срок действия контракта;



t – день выплаты дивиденда;

r – ставка без риска для периода времени T;

λ - ставка без риска для периода T-t;

Существует несколько разновидностей краткосрочного форвардного контракта, среди них - операции репо и обратного репо. *Репо – это соглашение между контрагентами, в соответствии с которым одна сторона продает другой ценные бумаги с обязательством выкупить их у нее через некоторое время по более высокой цене.* В результате операции первая сторона фактически получает кредит под обеспечение ценных бумаг. Процентом за кредит служит разница в ценах, по которой она продает и выкупает бумаги. Доход второй стороны формируется за счет разницы между ценами, по которым она вначале покупает, а потом продает бумаги. Репо представляет собой краткосрочные операции, от однодневных (overnight) до нескольких недель. С помощью репо дилер может финансировать свою позицию для приобретения ценных бумаг. *Обратное репо – это соглашение о покупке бумаг с обязательством продажи их в последующем по более низкой цене.* В данной сделке лицо, покупающее бумаги по более высокой цене, фактически получает их в ссуду под обеспечение денег. Второе лицо, предоставляющее кредит в форме ценных бумаг, получает доход (процент за кредит) в сумме разницы цен продажи и выкупа бумаг.

***2.3. Фьючерсные контракты.***

Фьючерсный контракт представляет собой договоренность между сторонами о купле или продаже определенного количества товара в условленный срок по согласованной цене. Хотя в таком контракте определяется цена покупки, но актив до даты поставки не оплачивается. Участники сделки несут ответственность за обязательное выполнение условий контракта. Фьючерсные контракты заключаются на такие актива, как сельскохозяйственные товары, сырьевые ресурсы, иностранная валюта, ценные бумаги с фиксированными доходами, рыночные индексы, банковские депозиты. Фьючерсные контракты заключаются только на бирже. Рассмотрим подробнее валютные фьючерсы.

В США торговля валютными фьючерсными контрактами осуществляется на международном денежном рынке (IMM), подразделении Чикагской товарной биржи (CME). В Росси фьючерсами торгуют в настоящий момент только на бирже «Санкт-Петербург». Валютные фьючерсы, подобно форвардным контрактам, фиксируют стоимость какой-либо валюты до момента поставки в какой-то определенный срок в будущем. В отличие от форвардных контрактов фьючерсные контракты стандартизированы, и торговые операции по ним осуществляются на организованной бирже. Преимущество фьючерсных контрактов перед форвардными заключается в их рыночной ликвидности, т.е. возможности продажи или покупки на биржевом рынке.

Корпоративные или институциональные инвесторы могут получить значительную прибыль при хеджировании с помощью финансовых фьючерсов. Торговые операции с валютными фьючерсами могут помочь транснациональным корпорациям компенсировать валютный риск, связанный с позицией инвестирования путем продажи или покупки с расчетом в иностранной валюте или путем экспортно-импортной операций.

Фьючерсные контракты обеспечивают необходимые услуги участникам валютного рынка. Эти услуги включают: 1)определение цены, т.е. участники рынка, проводящие хеджирование, и спекулянты взаимодействуют, чтобы определить будущую цену какой-либо валюты; 2) ликвидность, способность участников рынка осуществлять куплю-продажу в любое время, когда рынок открыт для торговли; 3) защиту клиента, которая осуществляется введением принудительных обменных правил. Для обеспечения высокого уровня защиты клиента на CME используют следующие меры:

1. требования маржи ;
2. защита от банкротства;
3. защита от невыполнения обязательств;
4. система клиринга.

Первый уровень защиты при торговле валютными фьючерсами – это исходная маржа (initial margin). Биржа устанавливает требования маржи для каждой фирмы-члена системы клиринга. В свою очередь фирма устанавливает эти нормы для клиента (покупателя или продавца фьючерсного контракта). Эти требования минимизируют потенциальный ущерб, который может быть нанесен клиенту в случае банкротства или неплатежеспособности фирмы-члена клиринговой системы. В дополнение к исходной марже существуют требования поддерживающей маржи (maintenance margin). Они базируются на ежедневном возрастании или уменьшении стоимости фьючерсного контракта.

В США существует Федеральный Закон об управлении товарными биржами (The Commodity Exchange Act), который регулирует торговлю товарами. Этот закон требует, чтобы фирма, действующая на рынке фьючерсов, сохраняла капитал на установленном уровне и чтобы средства клиента были отделены от ее капитала. Эта мера направлена на обеспечение защиты клиентов в случае банкротства какой-либо отдельной фирмы-члена клиринговой системы.

Клиринговые системы бирж работают только со своими фирмами-членами, а не с индивидуальными участниками рынка. Биржа осуществляет расчеты напрямую с членами клиринговой системы. Посредством этого предотвращается воздействие клиентов на средства фирмы. Такая система позволяет осуществлять платежи фирмам-членам независимо от возможной неплатежеспособности стороны с противоположной позицией.

Клиринговая палата действует как гарант выполнения фьючерсных и опционных контрактов. Как агент по передаче для контрактов, которые предполагают физическую передачу, клиринговая палата обеспечивает своевременную поставку продавцом и полную и своевременную оплату покупателем актива. Но большинство фьючерсных контрактов ликвидируются до даты исполнения путем купли или продажи другого контракта (инвесторы закрывают свои исходные позиции путем осуществления компенсационных сделок). Стандартизированные фьючерсные контракты имеют ряд черт, которые устанавливаются биржей. Эти стандартизированные элементы валютных фьючерсов включают:

1)единицу или объем контракта; 2) метод котировки цены; 3) минимальное изменение цены; 4) пределы цены; 5) сроки исполнения; 6) заранее определенную дату окончания торговли; 7) расчетную дату; 8) обеспечение или требования маржи.

Все валютные контракты, которые продаются или покупаются на IMM, оцениваются в американских долларах. Контракты IMM имеют стандартный срок исполнения. Валютные фьючерсные контракты погашаются в третью среду месяца истечения срока контракта. Торговля контрактами на IMM заканчивается за два рабочих дня до среды, в которую срок по ним истекает. Обычно это понедельник, предшествующий этой среде.

Рыночные котировки валютных фьючерсов, а также фьючерсов на нефть, нефтепродукты, золото, торговля которыми осуществляется на биржах, публикуются в финансовых разделах ежедневных газет (Financial Times.) В России – это газеты «Коммерсант-Daily», «Ведомости». В них печатаются котировки фьючерсов на энергоносители; котировки фьючерсов на валюту в российских газетах найти затруднительно. В связи с этим разберем котировки фьючерсов на сырую нефть, опубликованные в газете «Ведомости».

Фьючерсы на энергоносители[[1]](#footnote-1)

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Сырая нефть, Brent, IPE ($ за баррель)** | | | | | |  |  |  |
|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|  | **откр.** | **высш.** | **низш.** | **посл.** | **объем** | **пред.закр.** | **объем** | **откр.интерес** |
|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| **Май** | 23,90 | 24,13 | 23,75 | 23,85 | 11499 | 23,75 | 20943 | 54552 |
|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| **Июнь** | 24,05 | 24,18 | 23,86 | 23,93 | 6579 | 23,89 | 13333 | 63874 |
|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| **Июль** | 24,09 | 24,17 | 23,78 | 23,87 | 1963 | 23,89 | 4324 | 30411 |
|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| **Август** | 23,95 | 23,99 | 23,76 | 23,76 | 309 | 23,78 | 2148 | 15843 |
|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| **Сентябрь** | 23,80 | 23,80 | 23,65 | 23,68 | 735 | 23,63 | 790 | 12466 |
|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| **Ноябрь** | 23,49 | 23,49 | 23,45 | 23,45 | 53 | 23,34 | 206 | 5708 |
|  |  |  |  |  |  |  |  |  |

Как видно из таблицы, информация относится к контрактам, срок по которым истекает в мае, июне, июле, августе, сентябре, ноябре. Контракты, срок по которым истекает в мае 2000 г. открывают торговлю с ценой 23,90 $ за баррель. Самая высокая цена за весь день составила 24,13 $ за баррель (2-ой столбец). В третьем столбце указана самая низкая цена за весь день – 23,75 $. Столбец «последняя» показывает цену последней сделки. Столбец «перед закрытием» содержит цены расчетов или цены на момент закрытия биржи, которые используются клиринговой палатой. Эта цена используется для определения требований о дополнительном гарантийном депозите и расчетных цен по поставкам. В пятом столбце «объем» указаны суммы реальных сделок, тогда как в седьмом столбце с тем же названием указан объем поданых заявок. В столбце «открытый интерес» указана сумма действующих «длинных» (фьючерсы на покупку) и «коротких» (фьючерсы на продажу) контрактов, по которым не произведен зачет. Информация о котировках валютных фьючерсов представлена обычно примерно также.

Инвесторы, компании, проводящие операции за рубежом, экспортеры и спекулянты используют валютные фьючерсы. Покупка валютных фьючерсов обеспечивает покупателю «длинную позицию» (позицию по срочным сделкам при игре не повышение) и может использоваться для хеджирования будущего платежного обязательства в той же валюте. Например, российский импортер может заключить контракт о покупке товара у немецкого поставщика с оплатой в немецких марках. При хеджировании от возрастания стоимости немецкой марки российский импортер может купить один или несколько фьючерсных контрактов на немецкие марки (в зависимости от объема будущего платежа). Если курс «спот» немецких марок возрастет, стоимость фьючерсного контракта также увеличится параллельно курсу «спот» марки. Когда наступит срок платежа, импортер может осуществить покупку немецких марок по курсу «спот». Из-за повышения стоимости немецкой марки он затратит больше средств, но это повышение будет компенсировано возрастанием стоимости фьючерсного контракта, владельцем которого является импортер. Фьючерсный контракт может быть продан на рынке. Полученная при этом прибыль будет приблизительно равна дополнительным затратам, возникшим в результате увеличения курса «спот» на марки.

Продажа валютного фьючерса обеспечивает продавцу «короткую позицию» (позицию по срочным сделкам при игре на понижение) в этой валюте. Например, российский экспортер может заключить контракт о продаже товара немецкому покупателю с оплатой в немецких марках. Для хеджирования от уменьшения стоимости немецкой марки российский экспортер может продать один или несколько фьючерсных контрактов на эту валюту. Позднее экспортер может купить фьючерсный контракт на немецкие марки с аналогичной расчетной датой. В результате ликвидируется валютная позиция.

Одним из самых популярных фьючерсных сделок стали операции по индексам. Они представляют собой контракт о купле-продаже воображаемого пакета ценных бумаг, собранного из акций крупнейших компаний, чья рыночная стоимость при суммировании определяет величину биржевых индексов, таких как РТС в России, «Nikkey» в Японии, «Dow-Jones» в США. Предположим, что текущая цена типичного пакета, составленного из 500 акций крупнейших предприятий США, по которому рассчитывается индекс S&P500, составляет 170 000 долларов США. Если через час индекс идет вниз, то есть суммарная курсовая стоимость входящих в него снижается до 167 000 долларов, то игрок, продавший индексный портфель, вновь покупает его и, таким образом, завершает операцию с прибылью в 3000 долларов США.

***2.4. Свопы и соглашение о форвардной ставке.***

*Своп* – это соглашение между двумя контрагентами об обмене в будущем платежами в соответствии с определенными в контракте условиями. Существует несколько видов свопов.

*Процентный своп* – состоит в обмене долгового обязательства с фиксированной процентной ставкой на обязательство с плавающей ставкой. Участвующие в свопе лица обмениваются только процентными платежами, но не номиналами. Платежи осуществляются в единой валюте, причем стороны, по условиям свопа, обязуются обмениваться платежами в течение нескольких лет (от двух до пятнадцати). Одна сторона уплачивает суммы, которые рассчитываются на базе твердой процентной ставки от номинала, зафиксированного в контракте, а другая сторона – суммы согласно плавающему проценту от данного номинала. В качестве плавающей ставки в свопах часто используют ставку LIBOR (London Interbank Offer Rate). Лицо, которое осуществляет фиксированные выплаты по свопу, обычно называют покупателем свопа. Лицо, осуществляющее плавающие платежи, - продавцом свопа. С помощью свопа участвующие стороны получают возможность обменять свои твердо процентные обязательства на обязательства с плавающей процентной ставкой и наоборот. Необходимость такого обмена может возникнуть, например, если сторона, выпустившая твердопроцентное обязательство, ожидает падения в будущем процентных ставок. Тогда с помощью обмена фиксированного процента на плавающий она может снять с себя часть финансового бремени по обслуживанию долга. Компания же, выпустившая обязательства под плавающий процент и ожидающая в будущем роста процентных ставок, сможет избежать увеличения своих выплат по обслуживанию долга за счет обмена плавающего процента на фиксированный.

*Валютный своп* – представляет собой обмен номинала и фиксированных процентов в одной валюте на номинал и фиксированный процент в другой валюте. Иногда реального обмена номинала может не происходить. Осуществление валютного свопа может быть обусловлено различными причинами, например, валютными ограничениями по конвертации валют, желанием устранить валютные риски или стремлением выпустить облигации в валюте другой страны в условиях, когда иностранный эмитент слабо известен в данной стране, и поэтому рынок данной валюты напрямую для него недоступен.

*Своп активов* – состоит в обмене активами с целью создания синтетического актива, который бы принес более высокую доходность.

Существует еще много разновидностей свопов, самым распространенным из которых является товарный своп, о котором будет сказано чуть ниже, в пункте о внебиржевых производных финансовых инструментах.

*Соглашение о форвардной ставке (FRA)* появилисьв начале 80-х годов как развитие межбанковских контрактов на процентную ставку. Главная цель заключения FRA состоит в хеджировании процентной ставки. Но, как и другие производные инструменты, она может использоваться для спекуляции.

Forward Rate Agreement - это соглашение между двумя контрагентами, в соответствии с которым они берут на себя обязательства обменяться на определенную дату в будущем платежами на основе краткосрочных процентных ставок, одна из которых является твердой, то есть известной заранее, так как фиксируется в соглашении, а вторая – плавающей, так как это ставка спот, которая будет существовать в момент начала форвардного периода, и поэтому при заключении FRA еще не известна. Платежи рассчитываются относительно контрактного номинала. Условия контракта включают в себя некоторый форвардный период, начиная с определенной даты в будущем. Например, трехмесячное FRA c началом форвардного периода через три месяца. Это означает, что форвардный период охватывает четвертый, пятый и шестой месяцы, считая с даты заключения FRA. Сторона, которая обязуется уплатить твердую ставку, именуется покупателем FRA; сторона, уплачивающая плавающую ставку, - продавцом FRA. Плавающая ставка – это обычно ставка LIBOR, которая фиксируется в день начала форвардного периода, установленного в контракте. В соглашении о форвардной ставке предусмотрены двусторонние платежи. На практике же в рамках контракта осуществляется только один платеж, который определяется на основе разности между форвардной ставкой, зафиксированной в FRA, и спотовой процентной ставкой, которая фиксируется в день начала форвардного периода. Если спотовая ставка выше форвардной, то продавец уплачивает данную разницу покупателю. Если спотовая ставка ниже форвардной, то эту разницу уплачивает покупатель продавцу. Покупатель страхуется от повышения процентной ставки и обеспечивает себе ставку, зафиксированную в контракте, а продавец страхуется от понижения процентной ставки и также обеспечивает себе ставку, установленную в контракте.

Сумма, которая должна быть выплачена одним контрагентом другому по истечении форвардного периода, определяется по формуле:

*S = N (rs  - rf )\* t/360;*

Где: *S* – cумма платежа;

*N* – номинал FRA;

*rs* – ставка спот;

*rf* – форвардная ставка;

*t* – форвардный период.

***2.5. Внебиржевые производные инструменты.***

В связи с их довольно широким распространением на валютно-денежных рынках хочется кратко упомянуть о внебиржевых производных инструментах.

Внебиржевой рынок предлагает для управления рисками более широкий выбор средств, чем традиционные биржевые производные инструменты. Можно выделить следующие преимущества внебиржевых инструментов:

1. могут быть сконструированы любые инструменты, отвечающие потребностям клиента;
2. дюрация (срок действия) портфеля, составленного из внебиржевых инструментов, может быть значительно более длинной, с глубиной сроков до нескольких лет (на товарных рынках встречаются инструменты с дюрацией до трёх лет).
3. отсутствуют ежедневные требования по вариационной марже;
4. отсутствуют позиционные лимиты и ограничения на долю рынка.

Правда существуют и недостатки, основным из которых является затруднения, возникающие зачастую при закрытии позиции, так как инструменты разрабатываются специально под требования определенного клиента.

Внебиржевые производные инструменты могут быть сконструированы различными способами. В тоже время существует несколько стандартных продуктов, которые используются наиболее часто. В частности, *товарный своп*.

Изначальная цель товарного свопа – распределение ценового риска между клиентом и финансовым посредником. Своп представляет собой обмен потоками платежей, когда одна из сторон соглашается купить или продать данный товар за *фиксированную цену* в определенные даты, а другая сторона готова соответственно продать или купить этот товар по *текущей рыночной цене* в те же самые даты. Фактически возникающие при этом потоки платежей компенсируют друг друга, и в результате в оговоренные даты одна из сторон выплачивает другой разницу между текущей и фиксированной ценой. Цель такой операции заключается в обеспечение фиксированной цены для одной из сторон.

Использовать этот инструмент может, например, потребитель, который желает платить за данный товар установленную цену, внесенную в его годовой бюджет. Фиксированная цена, которую в конечном итоге заплатит этот клиент, будет складываться из текущей рыночной цены товара и выплаты по свопу. Любое повышение цены бюджетного актива будет скомпенсировано выплатой, получаемой клиентом от контрагента, платящего текущую цену.

Производитель же, напротив, должен быть заинтересован в получении возможности фиксировать цену продажи произведенного им товара, что он также может сделать через свопы. Любое падение цены товара будет скомпенсировано платежом контрагента по свопу.

Однако использование только свопов для снижения ценовых рисков весьма опасно. Например, производитель пшеницы, зафиксировав при помощи свопа цену ее продажи, в неурожайный год может получить значительные убытки, испытав затруднения с исполнением своих обязательств по свопу, если цена на пшеницу сильно возрастет. В этой ситуации производителю лучше использовать опцион на своп (или своп-опцион).

Своп-опцион (swaptions) - дает его покупателю *право*, но не обязательство заключить своп.

Существует еще несколько разновидностей внебиржевых производных инструментов. Вот некоторые из них:

Своп-опционы на среднее значение или азиатские своп-опционы (average rate swaptions or asian swaptions) – в их основе лежит цена товара, усредненная определенным образом за некоторый промежуток времени. Данный продукт увеличивает степень защищенности клиента от резких однодневных скачков цена, обусловленных краткосрочной конъюнктурой рынка.

Корзинные своп-опцины (basket swaptions) – основаны на цене комбинированного портфеля, состоящего из набора товаров. Каждый товар, входящий в корзину, имеет в ней собственный вес, отвечающий запросам клиентов, что позволяет им осуществлять управление рисками, возникающими от изменения цен нескольких товаров, при помощи одного инструмента.

Опционы на опционы (compound options)- предоставляют покупателю право, но не обязанность приобрести лежащий в их основе обычный (базовый) опцион на более позднюю дату.

Внебиржевые производные инструменты, предлагаемые брокерами, стали одним из наиболее удобных способов управления ценовыми рисками. Появившись на валютном и денежном рынках, эти инструменты сравнительно недавно получили распространение в товарном секторе. Можно предположить, что в ближайшее время доля внебиржевых инструментов и общем обороте фондового рынка может существенно возрасти.

***3. Рынок производных финансовых инструментов на современном этапе и перспективы развития в России.***

За последние десятилетие в западных странах (в первую очередь это относится к США) наблюдается активный процесс развития финансового сектора экономики, связанный с его либерализацией. В различных инвестиционных фондах аккумулированы огромные финансовые ресурсы. Все это плюс прогресс в области информационных ресурсов привело к быстрому развитию срочного рынка на Западе. Наиболее активно торгуемым финансовым инструментом на западном рынке является фьючерсный контракт. Рынки производных инструментов высоко концентрированы в международном масштабе. Ведущей биржей по производным финансовым инструментам является Чикагская товарная биржа (СМЕ). На втором месте стоит Чикагская торговая палата (СВТ). Далее идет Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов (LIFFE). Практически половина всей мировой биржевой торговли производными инструментами сосредоточена на этих трех биржах. 75% всей мировой биржевой торговли приходится на шесть бирж – СМЕ, СВТ, LIFFE, CBOE, MATIF и DTB.

Для регулирования международного срочного рынка была создана Международная Ассоциация Свопов и Деривативов (International Swaps and Derivatives Association или сокращенно ISDA), которая регулярно проводит съезды своих членов. Очередное XIV ежегодное собрание Ассоциации состоялось 24-26 марта 1999 года в Ванкувере. На этот раз в центре внимания 450 делегатов стоял вопрос, как сделать процедуры работу на внебиржевых международных рынках производных финансовых инструментов более строгими. Участники пришли к соглашению, что в документации необходимо более точно определять непредсказуемые события на рынке, или форсмажор, – события, способные подстегнуть или заморозить торговлю на рынке. Пожалуй, самое главное решение этого собрания – провести гармонизацию международного регулирования в управлении рисками, с тем, чтобы обеспечить безопасное игровое поле для участников рынка. Как мы видим, международный срочный рынок достиг достаточно высокого уровня развития. Такого, что даже появилась наднациональная организация, регулирующая деятельность участников данного рынка. Ситуация внутри России, можно сказать, обратная.

Настоящего расцвета биржевой рынок срочных контрактов в современной России достиг в 1997 г. В это время в России были три фьючерсных биржи с хорошими оборотами торгов – Российская биржа (РТСБ), Московская центральная фондовая биржа (МЦФБ) и секция срочного рынка ММВБ. У каждой из трех бирж была своя специализация.

На **РТСБ** в 1997-1998 гг. торговались преимущественно поставочные фьючерсные контракты на акции трех эмитентов – НК «ЛУКОЙЛ», РАО «ЕС России» и АО «Мосэнерго». Особенностью данных контрактов было то, что их цена была выражена в долларах. Это обстоятельство было крайне важным для хеджеров, поскольку в этом случае они несли валютные риски не на всю стоимость захеджированного портфеля, а лишь в пределах среднедневной вариационной маржи, начисляемой в рублях. Все же главную роль на Российской бирже играли не хеджеры, а спекулянты. Ими выбирался одни контракт, как правило, с поставкой в ближайшем месяце, на который приходилась львиная доля всего оборота биржи. На РТСБ, помимо электронной торговли, была и торговля «с голоса», существенно более дешевая для участников (практически бесплатная). Поэтому спектр участников был чрезвычайно широк – от банков и крупных брокерских контор до студентов и пенсионеров. Электронная система Российской биржи была чрезвычайно удобна для исполнения заявок: чтобы отправить заявку в торговую систему, достаточно было нажать две клавиши. Показателем, демонстрирующим активность спекулянтов на РТСБ, может служить факт, что дневной оборот по избранному контракту в несколько раз превышал совокупный объем открытых позиций, оставляемых «на ночь». Такая активность обеспечивала сверхвысокую ликвидность контракта: спрэд между спросом и предложением почти всегда был равен минимальному шагу цены, а объем, с которым можно было легко разместиться «в моменте», в несколько раз превышал величину стандартного лота в РТС. Такая ликвидность привлекала и арбитражеров.

В отличие от Российской биржи, на **МЦФБ** гораздо дольше сохранялась ликвидность по контрактам на ГКО и доллар. Это было обусловлено тем, что на МЦФБ гораздо сильнее были представлены банки: среди участников был даже Сбербанк. Коммерческие банки по инерции продолжали торговать контрактами на курс ГКО и среднюю доходность, даже в 1997 г., когда рынок ГКО был «зажат» Центробанком и утратил свою привлекательность для спекулянтов. Несколько позже МЦФБ допустила к торговле фьючерсные и опционные контракты на акции НК «ЛУКОЙЛ».

Ликвидность по контрактам на корпоративные бумаги на МЦФБ была несколько ниже, чем на Российской бирже.

**Срочная секция ММВБ** начала свою деятельность в сентябре 1996 г. Традиционными для ММВБ были именно валютные инструменты. Участниками торговли в секции стали крупнейшие московские банки. К весне 1998 г. дневной оборот составлял приблизительно 100 тыс. контрактов (это 100 млн. долларов), а объем открытых позиций достигал фантастических величин порядка 1 млрд.долларов. Глубина торговли контрактом на доллар составляла полгода.

В июне 1998 г. к торговле были допущены инструменты, очень похожие на опционы. Но формально они были названы фьючерсами с минимальной и максимальной ценой. В секции также торговались контракты на ГКО, акции и сводный индекс ММВБ, но их доля в общем обороте секции была ничтожно мала.

На каждой бирже была своя система управления рисками, свой подход к маржированию, гарантиям и расчетам. Однако ни одной из трех срочных бирж не удалось сохранить торговлю.

Первым ударом для российских срочных бирж стал кризис 29 октября 1997 г., когда индекс Доу Джонса упал на 500 пунктов, а русские акции посыпались на ¼ и более. Российская биржа и ММВБ продолжали торговлю, не считая это обстоятельство форс-мажором. А МЦФБ не устояла: позиции участников были ликвидированы по некоторой абстрактной расчетной цене, не соответствующей рыночной. Часть клиентов, обслуживавшихся на МЦФБ, перешли на Российскую биржу. Однако, спустя некоторое время МЦФБ смогла убедить участников в своих возможностях и продолжила торговлю вплоть до осени 1998 г.

Второй жертвой стала Российская биржа. В конце мая 1998 г. биржа прекратила исполнять клиентские поручения на отзыв денежных средств. А 1 июня было объявлено о прекращении торговли и ликвидации позиций. Сделки, заключавшиеся в этот день, были признаны недействительными, кроме адресных сделок, которые урегулировались самими брокерами. Новые органы управления биржей впоследствии пытались возобновить торговлю, но дневной оборот был в сотни раз меньше оборота до краха и не позволял бирже оправдывать свое существование. Часть брокеров Российской биржи ушли на ММВБ. Кто-то вступил в Срочную секцию, а кто-то стал клиентом. В результате ликвидность на ММВБ возросла по всем контрактам. Но, к сожалению, не надолго, так как приближалось 17 августа 1998 г.

После утреннего объявления своих решений Правительством РФ, руководство биржи инициировало ликвидацию всех позиций. Не помогли ни предварительное увеличение депозитной маржи, ни страховой фонд ММВБ. Решение было оправдано: через 2 недели рубль стал стоить около 5 центов.

Некоторые участники Срочной секции не согласились с ситуацией и подали в суд на биржу. Но суд решил, что руководство бирже право. Эффективно решить задачу управления валютными рисками при помощи ММВБ участники и их клиенты не смогли и в декабре 1998 г. никто им доллары по 9 рублей не поставил. Следует отметить, что непосредственно перед кризисом, когда его уже можно было предвидеть, руководство секции прямо не отрицало возможности ликвидации позиций по некоторой абстрактной цене в случае девальвации рубля, то есть девальвация рубля признавалась форс-мажором. Это помогло осторожным и предусмотрительным инвесторам, имевшим летом 1998 г. намерения хеджировать свои риски по рублевым активам на ММВБ и впоследствии от них отказавшимся, избежать убытков.

Сегодня фьючерсной торговли в России почти нет, есть только ее отдельные микроскопические проявления. Возродить торговлю в объемах, близких к прежним, не удалось. Фьючерсные брокеры, создавшие «критическую массу» на рынке в 1997-1998 гг., рассеялись. Часть из них ушли клиентами на американские биржи, другие – торгуют на наличном рынке. Например, в помещении бывшей Российской биржи несколько контор предлагают плечевую торговлю акциями. Именно они делают обороты на ММВБ по акциям РАО «ЕЭС России». Один из банков, например, наторговал почти на 1 млрд. долларов – очень хороший показатель на настоящий момент.

Опросы профессиональных участников рынка показывают, что интерес к срочному рынку есть у всех, но необходимо построить четкую, ясную, законодательно обеспеченную систему гарантий и конкретный механизм контроля над финансовой деятельностью бирж. Среди возможных и наиболее перспективных инструментов называются срочный контракт на покупку/продажу долларов США за российские рубли, фьючерс на индекс РТС, а также фьючерсы и опционы на «голубые фишки»: на РАО «ЕЭС России», на ЛУКОЙЛ, на Татнефть, на Газпром.

Как наиболее перспективную в отношении фьючерсной торговли следует отметить Санкт-Петербургскую биржу. Биржа «Санкт-Петербург» является сейчас самой активной биржей, на которой ведется торговля срочными контрактами.

В настоящее время биржа «Санкт-Петербург» реализует Проект создания межрегионального рынка фьючерсов и опционов, с целью сделать данный рынок более удобным и привлекательным для участников торговли из разных регионов России, в первую очередь из Москвы. Совершенствуется система удаленного доступа к торгам. Было создано представительство в бывшем помещении Российской биржи. Руководящий состав Санкт-Петербургской биржи считает, что основные проблемы, препятствующие развитию срочного рынка – это, в первую очередь отсутствие необходимой нормативной базы, а также чрезмерно высокая динамика цен на рынках базового актива, что создает дополнительные трудности для системы гарантий на срочном рынке. Нужен новый закон, четко регулирующий торговлю фьючерсными и опционными контрактами в России. Также необходимо обеспечить абсолютную прозрачность расчетной системы, ее подконтрольность со стороны участников торгов.

Санкт-Петербургской бирже удалось преодолеть кризис благодаря тому, что их гарантийная система изначально была построена таким образом, чтобы выдержать максимальный риск. Они требовали авансового внесения средств гарантийного обеспечения, причем денежные средства всегда составляли значительную её часть. К тому же управление средствами гарантийного обеспечения и страхового фонда, формирование залоговой политики находятся на Санкт-Петербургской бирже под контролем Биржевого Совета и его комитетов, состоящих из самих участников рынка. С октября 1999 г. на бирже активно работают четыре маркет-мейкера, в обязанности которых входит поддержание жестких двусторонних котировок с крупными лотами по фьючерсному контракту на курс акций РАО «ЕЭС России».

Дальнейшие планы биржи «Санкт-Петербург» по организации торговли срочными контрактами следующие:

* развитие депозитарной системы, которая обеспечила бы обращение контрактов на акции РАО «ЕЭС России» и НК «Лукойл» с их поставкой;
* проведение дальнейших мероприятий по повышению прозрачности расчетной системы рынка;
* развитие сети удаленных терминальных залов, в том числе региональных.

Как видно, планы у руководителей биржи «Санкт-Петербург» масштабные. Что из этого выйдет – покажет время. Можно только надеяться, что им удастся оживить торговлю производными финансовыми инструментами в России.

***Вывод.***

Рынок производных финансовых инструментов – очень интересная тема для исследований. Данные рынки представляют собой широкое поле деятельности и для практиков, и для теоретиков. Срочные рынки – относительно молодой и динамически развивающийся сегмент экономики. К тому же, производные финансовые инструменты являются одними из самых доходных активов финансового рынка.

В отличие от рынка ценных бумаг, на срочном рынке можно не только спекулировать, но и строить систему защиты от рисков. То есть, если нет ни фьючерсов, ни опционов, а есть только акции, то рынок может привлечь только спекулянтов или уж действительно серьезных инвесторов, которые покупают крупные пакеты бумаг «навсегда», что для России достаточно сложно, в связи с нестабильной политической ситуацией. Срочный рынок очень важен, без него фондовый рынок выглядит незаконченным. Поэтому России необходимо приложить максимум усилий для развития нормального, функционирующего без перебоев и предоставляющего реальную защиту инвесторам рынка производных финансовых инструментов.

***Список литературы:***

1. А.Н. Буренин «Рынки производных финансовых инструментов», М.1996 г.
2. А.Н. Буренин «Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов», М.1998 г.
3. С.Н. Драчов «Фондовые рынки: основные понятия, механизмы, терминология» М.1992 г.
4. В.Г. Мусатов. «Фондовый рынок»., М.1991 г.
5. Шарп, Александер, Бейли «Инвестиции», Москва, Инфро-М, 1999 г.
6. Аналитический журнал «Рынок ценных бумаг», №4 (163) 2000 г.

Статьи: «Срочный рынок – перспективы возрождения»;

«Срочные биржи докризисной России»;

«Построение ликвидного и надежного рынка – основное требование участников».

1. Аналитический журнал «Рынок ценных бумаг», №18, 1999 г.

Статья: «Внебиржевые производные инструменты на товарных рынках»

1. Журнал «Валютный спекулянт», ноябрь 1999 г.

Статьи: «Валютные фьючерсы»,

«Фондовый рынок мошенничества»

1. Газета «Ведомости», пятница, 7 апреля 2000 г.
2. Internet Web, сайт: http://www.mfc.ru/ecc/bulletin/003/isda.html

1. Газета «Ведомости», пятница, 7 апреля 2000 г. [↑](#footnote-ref-1)