

финансовые инструменты

Биржам не хватает природных ресурсов

теория

Россия является одним из крупнейших в мире производителей нефти и газа, цветных и драгоценных металлов, зерна и древесины. Но крупнейшие отечественные производители и потребители товаров ориентируются на мировые цены и предпочитают торговать на зарубежных площадках. Российские биржи используют любые возможности, в том числе административные, чтобы вернуть их обратно.

Товары уходят на Запад

Первый опыт построения биржевой торговли в реформируемой России был быстроечным. В 90-х годах прошлого века многочисленные российские товарные биржи торговали всем чем угодно: нефтью и металлом, автомобилями и сейфами, одеждой и земельными участками. «В те годы профучастники имели две-три сотни лицензий на осуществление товарной биржевой деятельности», — вспоминает вице-президент Санкт-Петербургской международной товарно-сырьевой биржи Михаил Темниченко. Но постепенно хозяйственная жизнь в стране налаживалась, и существовавшая система биржевой торговли товаров оказалась не нужна. Одни биржи преобразовались в торговые дома, другие — тихо умерли.

По данным Федеральной службы по финансовым рынкам, на сегодняшний день в России существует 28 товарных бирж. Вместе с тем, по оценке участников рынка, из них реально работает не более десятка. Причем бирж, осуществляющих торговлю срочными контрактами на товары, еще меньше — РТС. Национальная товарная биржа (НТБ), биржа «Санкт-Петербург» и Санкт-Петербургская международная товарно-сырьевая биржа (СПбМТСБ). Впрочем, предложения этих торговых площадок пока не блещут разнообразием. На бирже «Санкт-Петербург» торгуются расчетный фьючерсный контракт, а на СПбМТСБ — поставочные фьючерсные контракты на летнее дизельное топливо. НТБ предлагает своим клиентам поставочные фьючерсы на пшеницу, рис и рисовую крупу. Наиболее широкую линейку срочных продуктов имеет РТС — это и расчетные фьючерсы на нефть Brent и Urals, на дизельное топливо, расчетные контракты на медь, золото, палладий, платину, а также поставочный фьючерс на сахар и расчетные на сахар-сырец и пшеницу.

Эксперты указывают на уверенные темпы роста российского срочного рынка. Так, в 2008 году суммарный объем торгов с товарными контрактами на РТС составлял 158 млрд руб., а уже в 2009 году он вырос на 65%, до 262 млрд руб. В прошлом году объем торгов вырос более чем в два раза и составил 563 млрд руб. За неполные три месяца текущего года объем торгов превысил 225 млрд руб. Однако эти показатели существенно проигрывают показателям западных бирж. Общая торговая стоимость сделок на LME составила \$11,6 трлн в 2010 году, на 56% превывсив показатель 2009 года (\$7,4 трлн), хотя по сравнению с 2008 годом рост составил всего 13% (\$10,2 трлн).

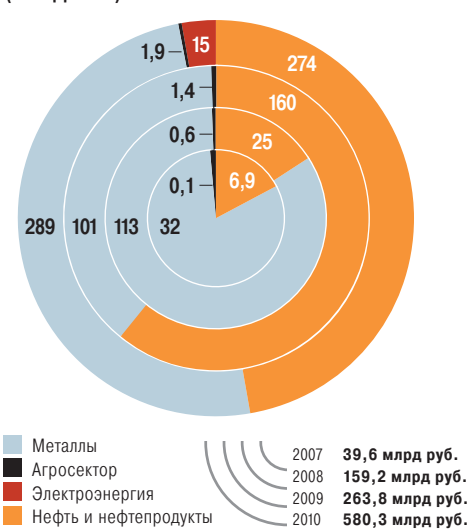
По словам директора департамента срочного рынка РТС Евгения Сердюкова, в настоящее время в торгах срочными контрактами принимают участие представители финансового сектора, банки и инвестиционные компании, компании промышленного и агросектора, а также частные инвесторы. «Поставочные фьючерсы в любом случае берут как реальные продавцы/покупатели товара (хеджеры), так и спекулянты, предоставляющие дополнительную ликвидность рынку», — отмечает главный специалист отдела инвестиционного консультирования БД «Открытие» Константин Бушуев. Вместе с тем, по мнению руководителя управления операций на глобальных товарно-сырьевых рынках «НТБ Капитала» Сергея Тимоховича, на российском срочном рынке сейчас работают «в основном небольшие инвесторы, которые пытаются что-то заработать, используя либо спекулятивную стратегию, либо пытаясь проводить арбитражные операции на российском и международных рынках».

Представители промышленности и брокерские компании предпочитают работать на зарубежных площадках. «Для очень многих участников рынка зарубежный товарный рынок является альтернативой российскому, поскольку западный товарный рынок для России, как страны экспортера, в настоящее время главный индикатор неопределенности», — сожалеет ведущий специалист по биржевым товарным рынкам «Алор Инвест» Алексей Уланов. «Производители товаров все еще мало и неактивно участвуют в российском срочном рынке, чего не скажешь об их высокой активности на зарубежных товарных площадках. К примеру, «Норильский никель» довольно активный участник на LME», — отмечает Константин Бушуев. Отечественные компании, работающие на российском рынке, также зачастую используют западные механизмы для хеджирования рисков в России. Как поясняет Сергей Тимохович, «связано это с механизмом ценообразования многих российских продуктов товарно-сырьевого сегмента, которые хоть и торгуются в России, прямо или косвенно привязаны к международным биржевым и внебиржевым площадкам». Наиболее ярко это заметно на рынке нефти (цена российской Urals привязана в значительной степени к цене североморской Brent), драгоценных металлов (ЦБ выставляет свои котировки на ос-



Российский товарный рынок ограничен пока натуральным хозяйством ФОТО ИВАНА ШАТОВАЛОВА

КАК РАЗВИВАЛАСЬ БИРЖЕВАЯ ТОРГОВЛЯ СРОЧНЫМИ ТОВАРНЫМИ КОНТРАКТАМИ (МЛРД РУБ.) ИСТОЧНИК: РТС.



нове лондонского фиксинга), цветных металлов (компании ориентируются на цены LME). «Сейчас крупные производители и потребители товаров только начинают снова работать на бирже, — объясняет Михаил Темниченко. — При этом финансовые институты предпочитают торговать фьючерсами на акции или индексы, а не товарными контрактами».

Административный ресурс

Основным недостатком российского срочного товарного рынка является его низкая ликвидность. Контракты с ближайшими сроками исполнения (один-три месяца) еще более или менее активно торгуются, но более длинные инструменты почти никто не покупает. «Открывая позиции на срочном товарном рынке, компании стремятся защитить свой реальный актив», — поясняет вице-президент отдела продаж производных финансовых инструментов «Ренессанс Капитала» Ольга Данилова. «Но из-за низкой ликвидности на внутреннем рынке товарных деривативов существуют риски того, что в какой-то момент закрыть позицию будет невозможно». Конечно, и на западных биржах наиболее ликвидными являются контракты с ближайшим сроком исполнения. Однако нередко контракты остаются и контракты со сроком исполнения через год. «Используя линейку продуктов западных площадок, можно застраховать любые возможные риски компании, что пока еще находится в стадии развития на российском рынке», — отмечает Ольга Данилова.

Да и сами размеры контрактов на западных биржах нередко на порядки превосходят объемы российских. Что является предпочтительным условием для крупного игрока. Так, среднедневной объем торгов ближайшего контракта на поставку нефти марки Brent на РТС с начала марта составил 36,4 тыс. контрактов. На ИРЕ этот показатель в три раза больше и составляет около 100 тыс. контрактов. Несмотря на видимую близость показателей, стоит учитывать, что объем российского контракта составляет 100 баррелей североморской нефти, в то же время в Лондоне — 1000 баррелей, то есть в 10 раз больше. Таким образом, получается, что ликвидность на ИРЕ в несколько сотен раз больше, чем на российском рынке. Поэтому большинство клиентов российских банков и инвестиционных компаний пользуется услугами более ликвидных западных площадок. «На западных рынках есть возможность заключать контракты на более выгодных условиях на крупные суммы, создавать на их основе сложные структурированные продукты. Присутствие глобальных игроков позволяет поддерживать высокую краткосрочную ликвидность портфелей», — подчеркивает аналитик «Флеминг Фэмилли энд Партнерс» Алевтина Воронова.

Низкая ликвидность рынка лишает интереса к нему крупных производителей и потребителей продукции, а заодно и финансовых посредников. При этом отсутствие этих категорий игроков не способствует повышению ликвидности рынка. Образуется замкнутый круг. Чтобы его разорвать, потребуется создание спотового рынка. «Опыт введения в обращение фьючерсных контрактов на зерно, сахар и другие продукты показывает, что без привязки контракта к цене базового актива и, как следствие, при отсутствии производителей и потребителей товара срочный рынок не развивается», — отмечает Алексей Уланов. По словам Михаила Темниченко, если просто запустить фьючерсный контракт на продукт, у которого нет истории, а следовательно, нет возможности проанализировать этот инструмент, получится «черный ящик». «Поэтому мы шли от спотового рынка к срочному», — подчеркивает эксперт. Однако в данном случае без вмешательства государства в процесс становления биржевой торговли не обошлось. В 2008 году было принято постановление правительства России «Об организации мероприятий по закупке и поставке нефти и нефтепродуктов через товарные биржи», которое и дало фактическое начало СПбМТСБ.

Но биржи не оставляют попытки и финансово заинтересованы производителям продуктов в торговле срочными инструментами. По мнению гендиректора НТБ Сергея Наумова, в настоящее время товарный рынок характеризуется нехваткой свободных денежных средств, несмотря на то что есть желание и необходимость страхования ценовых рисков с использованием фьючерсных контрактов. Данную задачу биржа предлагает решать за счет внедрения схемы кредитования участников торгов банками под залог зерна будущего урожая с использованием поставочных фьючерсов. «Внедрение такой схемы позволит решить проблему недостатка финансовых ресурсов у производителей и существенно снизит риски банков при их кредитовании», — считает Сергей Наумов. Внедрение схемы на товарном рынке позволит расширить объемы кредитования реального сектора экономики. По словам Сергея Наумова, в настоящее время такая работа ведется с Россельхозбанком, а также со страховыми компаниями. Кроме того, в целях снижения затрат участников на гарантийное обеспечение планируется развитие системы управления рисками на рынке товарных фьючерсов.

Чтобы заинтересовать новых игроков и, таким образом, повысить общую ликвидность срочного товарного рынка, российские биржи планируют расширение линейки продуктов. В частности, к концу апреля НТБ совместно с Национальным союзом производителей молока планирует запустить торговлю контрактами на сухое молоко. На СПбМТСБ в середине года планируют запустить фьючерсы на бензин. Кроме того, на повестке дня — нефть, зерно и минеральные удобрения. «В итоге мы получим сбалансированную и широкую линейку продуктов, которая сможет замкнуть два очень больших сектора реальной экономики — добывающий сектор и сельское хозяйство, а также сектора, с ними связанные, — транспорт и энергетика», — надеется Михаил Темниченко. Для повышения комфорта биржа собирается привлечь гарантированных поставщиков продукции, а также договориться с финансовыми маркет-мейкерами, которые создадут первоначальную ликвидность. Однако первые результаты этой деятельности проявятся не раньше следующего года.

Виталий Гайдаев

Как заработать на настроениях

индекс

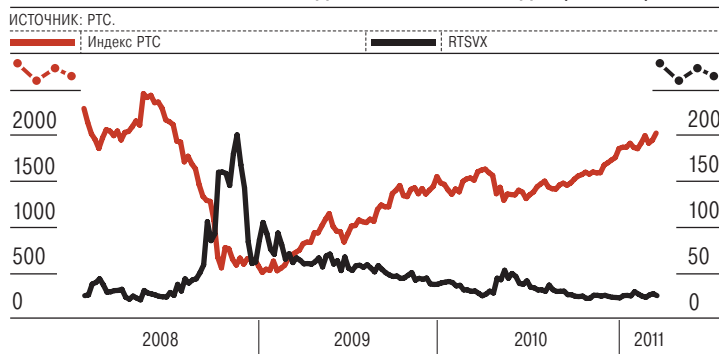
В конце прошлого года в России появился первый индекс волатильности. Теперь можно наглядно представить ожидания участников фондового рынка относительно колебаний российского рынка в ближайшем будущем. Чем выше индекс, тем больших изменений в котировках акций российских компаний ждут инвесторы. Сам по себе индекс является показателем настроения на фондовом рынке, но с появлением срочных контрактов на него инвесторы смогут не только застраховать свои активы от панических распродаж, но и заработать на них.

Репрезентативный расчет

Биржа РТС 7 декабря 2010 года начала рассчитывать первый российский индекс волатильности (RTSVX). Он рассчитывается исходя из цен опционных контрактов на индекс РТС. Индекс позволяет в цифрах оценить величину ожидаемый участников фондового рынка по предстоящему изменению цен на активы. Чем большей волатильности фондового рынка ожидают инвесторы, тем выше цена опциона и, соответственно, значение индекса волатильности. То есть высокое значение индекса волатильности в определенный день будет говорить не о значительных колебаниях котировок в этот день, а о том, что инвесторы ожидают эти колебания в ближайшем будущем. Глава Федеральной службы по финансовым рынкам Владимир Миловидов также поддержал появление в России своего индекса волатильности. «Меня давно интересует индикатор, который покажет настроение на российском фондовом рынке», — говорил он в конце прошлого года, «Б».

РТС перечисляла индекс волатильности с начала 2006 года. Согласно этим данным, максимальные значения индекс принимал в начале финансового кризиса в России, то есть в сентябре–декабре 2008 года. Пиковое значение пришлось на 21 ноября 2008 года — 200,5 пункта. «Если индекс волатильности опять достигнет 200, это точно кризис», — пошутил на презентации индекса волатильности председатель правления РТС Роман Горюнов. Впрочем, по большому счету индекс волатильности не предсказывает кризис. Его пиковое значение на российском рынке было достигнуто тогда, когда «медведи», по сути, сделали свое дело — фондовые индексы были в четыре раза ниже августовских значений. Индекс волатильности называют нередко «индексом страха», однако инвесторы бояться того, что уже произошло. «Считается, что высокая волатильность характерна для падающих рынков или рынков с высоким риском», — отмечает руководитель аналитической службы «Ай Ти Инвест — Проксент» Александр Потавин. И высокий риск рухнувшего российского рынка поддерживался отсутствием на нем долгосрочных инвесторов. За исклю-

КАК МЕНЯЛИСЬ РОССИЙСКИЙ ИНДЕКСЫ В 2008–2011 ГОДАХ (ПУНКТЫ)



чением разве что ВЭБа, который в последние месяцы 2008 года выкупал акции крупнейших российских корпораций. «Как показал кризис 2008 года, долгосрочные инвесторы предпочитают уходить с рынка при увеличении волатильности, в то же время для спекулянтов это возможность заработать», — говорит начальник отдела развития «Алор+» Алексей Кирков. Сейчас индекс волатильности составляет немногим меньше 30 пунктов, что говорит о низких ожиданиях по изменению цен на акции в ближайшее время. При этом он уверенно снижался при общем подъеме российского рынка вне зависимости от скорости этого подъема.

За основу методики расчета российского индекса волатильности был взят расчет индекса VIX с некоторыми изменениями. Чикагский индекс рассчитывается на основе цен двух ближайших опционных контрактов на индекс S&P500 — например, сейчас он рассчитывается на основе опционов с исполнением в мае и июне. Российский же индекс основную часть времени рассчитывается на основе цен одного ближайшего опциона на индекс РТС. Учитывая специфику российского рынка опционов, биржа РТС применительно к индексу волатильности внесла изменения в методику расчета. Так, чтобы сделать индекс более репрезентативным перед исполнением ближайшего опциона, за 12 дней до экспирации в расчет индекса начинают постепенно вводить цены следующего опциона. К моменту исполнения ближайшего опциона практически все данные для расчета индекса волатильности относятся уже к следующему опциону. Кроме того, учитывая недостаточную ликвидность на опционном рынке, биржа разработала методику сглаживания цен опционов, выходящих за рамки рынка. Перед расчетом индекса по реальным ценам опционов строится кривая волатильности, которая сглаживает цены, затем, исходя из этой кривой, происходит пересчет цен опционов, используемых для индекса.

ГДЕ СЧИТАЮТ ВОЛАТИЛЬНОСТЬ

В мировой практике индекс волатильности (VIX) появился недавно. В 1994 году его впервые начала рассчитывать Chicago Board Option Exchange (CBOE). Однако первый опыт оказался неудачным. Методика расчета не позволяла корректно отражать настроение рынка. К тому же расчет проводился на основе опционных контрактов на индекс S&P100, в то время как более ликвидными были контракты на индекс S&P500. В результате в 2003 году CBOE изменила методику расчета индекса волатильности, в следующем году же запустила на него фьючерс, а в 2006 году — и опцион на этот фьючерс.

В настоящее время индекс волатильности рассчитывается на всех биржах, где ликвидные опционные контракты на основной индекс. В США самыми известными из них являются индексы на основе таких фондовых индексов, как NASDAQ100, Russell 2000, Dow Jones Industrial Average. В Европе из индексов волатильности можно отметить BEL 20 Volatility, CAC 40 Volatility, а также New German VIX Volatility Index. Но несмотря на множество индексов волатильности, самым популярным остается VIX. Полина Смородская

Страховка про запас

фонды

(Окончание. Начало на стр. 17)

По его словам, теперь компания планирует использовать срочные инструменты более активно. Правда, пока в «Тройке Диалог» на производные инструменты «будут составлять активы ПИФа «Добрыня Никитич», который наиболее диверсифицирован, и «Тройка Диалог — Жизнь», в котором используется стратегия активного управления акциями».

Другие управляющие пока не торопятся выходить на срочный рынок. «Интерес к срочным инструментам есть, но перед тем как приступить к их покупке в состав активов открытых ПИФов, требуется тщательно проработать все детали, модернизировать бок-офис для корректного учета таких активов, понять, как их будет учитывать спецдепозитарий», — говорит гендиректор управляющей компании «Альфа-капитал» Ирина Кривошеина. Она указывает, что на проработку этих деталей требуется время, «тем более что производные инструменты являются весьма специфичными и рискованными активами, а потому спешки при их использовании быть не должно».

Ограничивают управляющих и другие факторы. «Главный вопрос, который здесь

возникает, — готовы ли пайщики жертвовать доходностью ради снижения рисков, притом что 80% денег, вложенных в российские открытые фонды, находится в фондах акций и смешанных фондах? Мы считаем, что нет», — говорит гендиректор «Пионер Инвестмент Менеджмент» Елена Логинова. Она напоминает, что фактически большинство пайщиков российских фондов — это инвесторы в рискованные активы, которым нужна высокая доходность.

В свою очередь, управляющий директор УК БКС Владимир Солoduхин указывал, что обмануть риск и обыграть рынок довольно тяжело, особенно на коротком отрезке. При этом инструменты срочного рынка, не отличающегося особой ликвидностью в России, преимущественно короткие — наиболее ликвидными являются трехмесячные срочные инструменты. «Это означает, что если управляющий считает, что в ближайшие шесть-девять месяцев в какой-то отрасли произойдут изменения, влекущие снижение котировок акций, ему тяжело будет найти инструмент для хеджирования», — полагает Владимир Солoduхин. Кроме того, добавляет он, защититься с помощью срочных инструментов можно лишь при локальном непродолжительном падении рынка. Пока риск очевиден — опцион дешевле, это

происходит, когда предпосылки для падения нет. В этом случае управляющий просто отдает клиентские деньги, хоть и в небольшом объеме, за свой страх и будущее спокойствие. Однако как только рынок начинает очевидным образом клониться в сторону серьезной коррекции, стоимость опционов резко возрастает, потому что вторая сторона сделки также увеличивает оценку риска.

Исходя из отзывов управляющих о новой возможности, можно сделать вывод, что ПИФы, в состав активов которых входят инструменты срочного рынка, вряд ли получат широкое распространение в ближайшее время. По словам Владимира Солoduхина, фьючерсы и опционы — это инструмент спекуляции, который не вполне укладывается в стратегию управления российскими ПИФа, которую можно определить как long only. Впрочем, управляющие поддерживают более широкий выбор инструментов. «Активное использование производных в розничных ПИФах — дело будущего», — уверена Елена Логинова. — Они станут более популярными, когда различные инвесторы научатся оценивать фонды по таким критериям, как стиль управления, волатильность или риск-метрики».

Александр Мазунин