Казанская Финансово—Экономическая Академия

**КУРСОВАЯ РАБОТА**

Срочные рынки

**Казань -1999.**

### ПЛАН РАБОТЫ

Срочный рынок России 3

Краткие выводы 10

("Классическая теория" срочного рынка) 10

"Классическая" и современная концепции хеджирования. 12

## Срочный рынок России

С переходом к рыночной экономике срочный рынок зародился и в России. Поскольку формирование новой модели экономики предполагает преобладающее значение субъективного фактора, то в отличие от западных стран, становление срочного рынка в России не могло не обнаружить определенного своеобразия уже с самого начала его появления. (Мы не рассматриваем здесь период до 1917 г.)

В мировой практике зарождение срочного рынка связано с появлением его внебиржевой формы, и только в нашем столетии было положено начало широкому развитию биржевого рынка срочных инструментов. Первоначально преобладали срочные контракты с товарными базисными активами. Появление и развитие данного рынка на Западе происходило как разрешение противоречия между цикличностью колебаний рыночной конъюнктуры и необходимостью обеспечения стабильности финансового положения хозяйствующих субъектов. Цели спекулятивного характера не могли не иметь подчиненного значения. Об этом, в частности, говорит сам факт весьма позднего появления широкой биржевой торговли срочными контрактами. Данный рынок получил развитие в странах-лидерах рыночной экономики.

В России в самый начальный период перехода к рыночной экономике не существовало каких-либо объективных причин для возникновения и развития срочного рынка, если иметь в виду те задачи (т. е. хеджирование), которые он решает в западной экономике.

В современных условиях России, т. е. в обстановке глубокого экономического кризиса, перераспределения собственности и политической нестабильности, в сфере экономической деятельности доминирующими являются чисто спекулятивные моменты. Это не могло не отразиться на характере и особенностях возникновения и развития срочного рынка.

Во-первых, срочный рынок в России сразу же стал формироваться как биржевой: в 1992 г. была образована срочная секция на Московской товарной бирже.

Во-вторых, срочный рынок оказался представлен финансовыми фьючерсными контрактами. В то же время следует подчеркнуть, что финансовые фьючерсные контракты - это уже определенный "венец" развития западного срочного рынка, соответствующего высокому уровню рыночной экономики, чего, естественно, нельзя сказать об экономике России.

В-третьих, участниками отечественного рынка преимущественно выступают спекулянты. Что касается статистических данных, то невозможно точно сказать, какой процент на рынке составляют хеджеры и спекулянты. Однако обосновать данный вывод можно чисто логическим путем.

Главный фьючерсный контракт, который торгуется сейчас в относительно больших объемах, -это контракт на доллары США, который может рассматриваться как инструмент хеджирования валютного риска. Однако биржевая статистика такова, что курс доллара на фьючерсном рынке часто испытывал колебания порядка 100-250 руб. за 1 долл. за сессию (после введения валютного коридора колебания фьючерсной цены резко сузились). При подобных масштабах колебаний курса доллара хеджирование может привести к банкротству страхующейся организации или потребовать слишком больших средств. Кроме того, до настоящего времени не отработана система налогообложения операций на фьючерсном рынке. В результате хеджирование невозможно в силу того, что при получении положительной вариационной маржи порядка 35-40% данной суммы будет истребовано в уплату налога на прибыль. Можно также подчеркнуть еще один привлекательный спекулятивный момент, а именно, - фьючерсный рынок дает возможность легко перебрасывать средства со счета одного лица (организации) на счет другого лица (организации). Что же касается самих потенциальных хеджеров, то оценки громадного размера бегства капиталов из России красноречиво говорят, что современная стратегия бизнесмена как в силу объективных, так и субъективных причин нацелена на налаживание не цивилизованного, а скорее сиюминутного бизнеса.

В-четвертых, сейчас практически отсутствуют фьючерсные контракты, базисными активами которых являются товары.

Как мы уже отметили, срочный фьючерсный рынок представлен в настоящее время практически только одним фьючерсным контрактом—контрактом на поставку долларов США. Причина заключается в том, что для действительно широкой торговли каким-либо фьючерсным контрактом должен существовать весьма ликвидный рынок базисного актива. Это необходимо прежде всего для того, чтобы участники легко могли выполнять условия взятых на себя обязательств. Одним из таких немногих товаров, который в то же время подпадает под классификацию биржевого, является именно доллар США. В 1994 г. стал развиваться рынок еще для двух контрактов - контрактов на курс ГКО и ставку MIBOR на Московской центральной фондовой бирже (МЦФБ). Однако вследствие экономической неудачи, постигшей АО "Биржевая палата", рынок данных контрактов практически перестал существовать. Попытки реанимировать данный рынок видимого успеха пока не имеют.

Итак, в современных условиях фактически единственным фьючерсным рынком является валютный долларовый рынок. Торговля ведется на таких биржах, как МТБ, МЦФБ, РТСБ и ряде других. Наибольший объем торгов наблюдался на МТБ. В целом в 1994 г. общий объем операций на фьючерсном валютном рынке составил чуть более 1,5 млрд. долл. Причем практически все фьючерсные валютные сделки совершались на МТБ.

На рис. представлен оборот торгов на МТБ за 1994 г. по месяцам. Рисунок красноречиво говорит о том, что данный рынок находится еще только в стадии становления (как и в целом рынок в России). Следует отметить, что рост объема торгов связан не только с физическим расширением рынка за счет новых участников, но также и вследствие увеличения номинальных доходов участников в связи с инфляцией, что позволило им увеличить и число открываемых позиций. Кроме того, на рост торговли МТБ значительное влияние оказывают скальперы.

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 25 | 39 | 49 | 64 | 59 | 81 | 60 | 122 | 153 | 196 | 264 | 424 |
| I | II | III | IV | V | VI | VII | VIII | IX | X | XI | XII |

**Рис. Оборот на фьючерсном рынке МТБ по сделкам на доллары США (млн. долл. США за 1994 г. в разбивке по месяцам)**

Еще одним сегментом срочного рынка в России является рынок форвардных контрактов на валюту. Его главными участниками выступают банки. По оценкам, в середине 1994 г. еженедельный оборот данного рынка составлял порядка 80 млн. долл. Если принять последнюю цифру как исходную для оценки общего объема торгов на этом рынке за год, то он составит порядка 4,2 млрд. долл. Для сравнения можно отметить, что весь объем спотовой биржевой торговли долларами США на биржах России в 1994 г. составил 29,4 млрд. долл. При этом доля оборота ММВБ была равна 80,1% от указанного объема торговли. Таким образом, общий объем ва­лютного рынка в России в 1994 г. (спотового и срочного) составил порядка 35 млрд. долл. При этом доля срочного рынка была примерно 19%.

Начинает развиваться в России форвардный кредитный рынок и рынок опционов. Однако какие-либо обобщающие данные здесь отсутствуют и можно утверждать, что масштабы отмеченных рынков пока еще являются весьма скромными. Отсутствует пока и рынок свопов.

В начале настоящего параграфа мы отметили, что зарождение срочного рынка в России не связано с какими-либо объективными экономическими причинами, вызванными потребностями хозяйственного развития, а скорее данный процесс явился продолжением процесса копирования форм организации западных финансовых рынков. Срочный рынок в России возник как чисто спекулятивный и в современных условиях он продолжает оставаться таковым. В то же время нельзя не отметить, что в России уже возникает потребность в широком развитии по крайней мере одного сегмента действительно срочного рынка, а именно, рынка контрактов, базисным активом которых выступили бы ГКО. Хотя данный контракт введен на ряде бирж, торговля им фактически не проводится. С точки зрения эффективного функционирования рыночной экономики реальная потребность в данном рынке связана с тем, что в среднем 99% современного рынка ценных бумаг в России - это государственные ценные бумаги, и в первую очередь ГКО. Поскольку в ГКО активно инвестируют средства банки, финансовые, страховые компании, то перед ними естественным образом встает вопрос о страховании своего портфеля ГКО. И прежде всего данную задачу можно осу­ществить с помощью срочных контрактов на ГКО.

Однако следует подчеркнуть, что предлагавшиеся на биржах контракты на ГКО не вызвали к себе большого интереса, несмотря на, казалось бы, объективно возникшую потребность. Такое положе­ние можно объяснить в первую очередь небольшим спекулятивным потенциалом данных контрактов по сравнению с контрактами на доллары и только во вторую очередь - несколько более сложным характером биржевых операций с ГКО. Одновременно это также говорит о том, что представители отечественных финансовых струк­тур еще недостаточно знакомы с операциями на срочном рынке.

Что касается развития срочного рынка на ГКО, то в мае 1995 г. возник форвардный рынок данных контрактов. По оценкам, суммарный объем сделок достигает в настоящее время порядка 100 млрд. руб. в месяц. Контракты заключаются максимум на 21 день, но наиболее популярны контракты с исполнением "завтра". Контракты на аукци­онные индексы ГКО заключаются за 4-5 дней до первичного раз­мещения данных бумаг.

Подводя итоги вышесказанному, можно еще раз отметить, что причиной возникновения срочного рынка в России явился чисто спекулятивный мотив. По мнению автора, в данной сфере реализации рыночных реформ, как и в других сферах, заимствуется прежде всего внешняя форма рынка, которая, по замыслу реформаторов, видимо, автоматически должна наполниться адекватным содержа­нием.

Если выступить адвокатом развития срочного рынка в России, то в настоящее время в его пользу можно было бы, наверное, сказать только то, что теперь в наше экономическое бытие вошли такие понятия, как срочный рынок и производные инструменты, и началось формирование финансовых институтов, призванных в бу­дущем стать ядром данного рынка в России, что само по себе уже имеет определенную ценность.

С точки зрения исторических параллелей также следует отме­тить, что преимущественно спекулятивный аспект возникновения срочного рынка в нашей стране подчеркнул индивидуальность России и в данной области. Как отмечал М. Е. Стрейт, в истории развития индивидуальных фьючерсных рынков не известны случаи, где бы мотивы спекуляции, а не желание избежать коммерческих рисков, были движущей силой открытия таких рынков".

Что касается перспектив развития срочного рынка в России, то безусловно, он будет развиваться и дальше. Расширив число торгуемых инструментов и участников данного рынка. В настоящее время расширение рынка связано прежде всего со спекулятивными операциями и желанием "попробовать свои силы" на данном рынке со стороны новых участников, которые в недавнем прошлом и не подозревали о его существовании. Вместе с тем рынок действительно получит развитие, когда на него придет хеджер в массовом порядке. Сам срочный рынок является надстройкой над спотовым и для его эффективного функционирования необходим хорошо развитый спотовый рынок и, не в последнюю очередь, стабильные условия (как экономические так и политические) развития бизнеса. Как представ­ляемся в России в настоящее время пока отсутствуют серьезные предпосылки для экономической и политической стабилизации. (Мы не можем согласиться с частыми утверждениями о наметившихся ростках экономической стабилизации, поскольку в современных ровнях в России экономика является заложницей политики. В связи с этим экономическая нестабильность будет существовать до тех пор, пока не воцарится стабильность в области политики.) В результате срочный рынок по-прежнему будет базироваться прежде всего на спекулятивных началах и выполнять не отведенную ему в экономической практике и теории западных стран функцию стабилизации экономики, но будет по-прежнему выполнять роль подобную "казино".

## Краткие выводы

## ("Классическая теория" срочного рынка)

Главная функция срочного рынка состоит в стабилизации финансового положения хозяйствующих субъектов в условиях неста­бильности конъюнктуры рыночной экономики. Срочный рынок слу­жит механизмом координации будущих планов предпринимателей. Разница между спотовой и срочной ценами представляет собой издержки предпринимателей по согласованию хозяйственных планов в экономике.

Размеры срочного рынка объективно ограничены неопределен­ностью планов, которые могут изменяться у участников срочного рынка в будущем.

Участниками срочной торговли выступают хеджеры, спекулян­ты и арбитражеры. На товарных рынках хеджеры преимущественно являются продавцами, поскольку в условиях рыночной экономики более сложной является задача сбыта товара, чем приобретение материалов для его производства. На других рынках хеджеры в равной степени могут быть как продавцами, так и покупателями. Если хеджеры являются преимущественно продавцами или покупа­телями, то противоположной стороной сделки выступают спекулян­ты. Они играют позитивную роль на рынке производных активов, поскольку берут на себя риск изменения цены, который несли хеджеры. В результате риск перекладывается на тех лиц, которые могут и готовы рисковать, в то же время предприниматели получают возможность действовать без риска в ситуации экономической неоп­ределенности. Спекулянты участвуют в сделках, если они рассчиты­вают получить соответствующую премию за риск.

Арбитражеры выступают в сделках, когда разница между спо­товой и срочной ценой становится больше или меньше цены достав­ки. Действия арбитражеров и спекулянтов в совокупности приводят к стабилизации колебаний срочной цены. Хеджеры в вопросе ценообразования на срочном рынке занимают пассивную роль, принимая или нет те ориентиры, которые заданы арбитражерами и спекулян­тами.

Срочная цена, которая устанавливается на рынке, служит ин­дикатором будущей экономической конъюнктуры и ориентирует предпринимателей на расширение или сужение того или иного про­изводства, тех или иных операций. Срочная цена равняется сумме спотовой цены и цены доставки.

В зависимости от состояния спотового рынка и ожиданий будущей конъюнктуры возможна различная динамика спотовой и срочной цен.

При равенстве текущей и ожидаемой цен срочная цена должна быть ниже спотовой на размер премии за риск (ситуация бэкуордейшн). Если на спотовом рынке наблюдается дефицит товарных запасов, то возникнет случай чрезмерного бэкуордейшн. При нали­чии избытка товарных запасов срочная цена должна быть выше спотовой (ситуация контанго), но ниже ожидаемой цены спот.

Для срочных контрактов, базисными активами которых явля­ются ценные бумаги, преобладающей будет ситуация контанго.

Размер бэкуордейшн и контанго не должен превышать величи­ны арбитражной премии, так как в противном случае арбитражеры своими действиями вернут цены к "арбитражному коридору", т. е. к уровню, когда уже невозможно получить прибыль от арбитража.

Спекулянты будут участвовать в сделках, когда срочная цена отличается от ожидаемой спотовой цены в размере, не меньшем, чем величина предельной премии за риск.

При одинаковых ожиданиях участников рынка срочная цена должна равняться *ЕР -r.* В реальной жизни, т. е. в условиях различных ожиданий, она будет лежать в пределах *ЕР* ± г. Если на рынке преобладают хеджеры—продавцы, то срочная цена будет испы­тывать тенденцию к понижению, если же преобладают хеджеры—покупатели, то она характеризуется тенденцией к повышению (если рассматривать данные ситуации относительно положения, когда хеджеры распределены равномерно между продавцами и покупателями).

## "Классическая" и современная концепции хеджирования.

Рыночная экономика представляет собой совокупность рынков, которые призваны выполнять различные функции. Рынки служат для приобретения вещественных факторов производства, капиталов, страхования предпринимательской деятельности, координации буду­щих планов и т. д. Экономика организована таким образом, что в ряде случаев рынки не являются узко специализированными, а одновременно выполняют ряд функций, что делает их функциони­рование в совокупности менее эффективным. Например, производи­тели поставляют свою продукцию на товарный рынок, где она затем распределяется между потребителями. Если бы рынок решал только данную проблему и был конкурентным, то можно предположить, что он решал бы ее наиболее эффективным образом. Однако на рынке его участники помимо обмена продукцией делят между собой и возникающие риски, что определенным образом меняет эффектив­ность распределения товаров. В связи с этим логика развития рыночной экономики диктует необходимость возникновения рынка, который принимал бы на себя функцию страхования производителей и потребителей с точки зрения условий приобретения и реализации товаров. Данную функцию и выполняет срочный рынок, участни­ками которого становятся хеджеры, стремящиеся за определенную плату снять с себя риск, и спекулянты, желающие за данную плату принять риск. Если рассматривать форвардный и внебиржевой оп­ционный рынок с формальной точки зрения, то хеджер решает здесь проблему только ценового риска, однако для него сохраняется риск банкротства. В то же время в случае возникновения риска банкротства возникает и ценовой риск. На фьючерсном и биржевом опци­онном рынках риск банкротства берет на себя расчетная палата биржи. Что касается ценового риска, то для хеджера на фьючерсном рынке он заменяется базисным риском, который обычно меньше ценового, а на рынке биржевых опционов ценовой риск полностью представлен риском потери премии.

Можно выделить две концепции страхования: традиционную, которая была характерна для довоенного периода (до второй миро­вой войны) и современную. В целом литература, посвященная функ­ционированию срочного рынка, в довоенный период не была пред­ставлена широко. Наиболее известными были публикации Дж. М. Кейнса, Дж. Хикса, Н. Калдора и Г. Блау. Их и можно считать авторами традиционной концепции хеджирования. Традицион­ная концепция рассматривала хеджирование как полное и нединамич­ное. По срочному контракту хеджер должен поставить базисный актив, и цель хеджирования - полностью исключить риск и сделать положение хеджера абсолютно определенным.

Следующим элементом данной концепции является представле­ние о том, что хеджер не имеет ожиданий относительно будущей цены спот. Дж. М. Кейнс, Дж. Хикс и Н. Калдор не указывали прямо на отсутствие ожиданий у хеджера, однако они никак не подчеркивали возможную роль ожидаемой цены в его действиях. Если согласиться с тем, что целью хеджирования является только исключение риска и определенность будущего положения, ожидания будущей конъюнктуры, которые бы могли повлиять на принимаемые решения, уже не должны учитываться, поскольку они носят (какими бы точными в действительности они не оказались) вероятностный характер. В итоге результативность хеджирования ставится под вопрос. В то же время, как подчеркивала Г. Блау, хеджеры, как и спеку­лянты, должны делать некоторые оценки относительно движения цены, однако их оценки строятся на несколько отличных факторах. Действия хеджера определяются не какими-либо конкретными ожи­даниями, а имеющимися данными о дисперсии цены базисного актива за предыдущие периоды, что и должно стимулировать процесс хед­жирования.

Современная практика и соответственно взгляды на хеджиро­вание отличаются от изложенной выше концепции. Прежде всего хеджирование, как правило, не является полным, так как техника осуществления операций часто включает две сделки - спотовую и срочную. В результате хеджер, несмотря на предпринятые меры, все—таки подвержен риску, однако это уже не ценовой, а базисный риск, или риск потери премии опциона. Так как при хеджировании воз­никает риск, то по результатам операции хеджер может получить прибыль или понести убыток.

Существенный поворот во взглядах на проблему хеджирования произвел X. Вокинг (Wоrking). Он отстаивает концепцию, согласно которой хеджер не является нейтральным к ожиданиям, а принимает решение хеджировать, если изменения базиса будут положительными для хеджера, в противном случае он откажется от хеджирования. Таким образом, с одной стороны, хеджирование начинает включать в себя арбитражный, а с другой - спекулятивный элементы. В этом случае спекулятивные действия хеджера определяются тем, что его спекуляция основана не на ожидаемых изменениях цены, а на изменении величины базиса. В итоге меняется взгляд на хеджера, или, по крайней мере, на некоторую часть хеджеров - это уже не лица, целью которых является только устранение риска, но они также как и другие участники срочного рынка, ищут возможности получения дополнительной прибыли от срочных операций.

Данная концепция хеджирования в отличие от "классической" отвечает современной практике: если хеджирование неполное и со­храняется некоторый элемент риска, то хеджер уже не может не оценивать ожиданий уровня будущей цены спот при принятии реше­ний, а если хеджирование может принести убыток, то теряется целесообразность таких действий. Аналогично, при ожидании неко­торой прибыли хеджер активизирует свои действия.

В еще более очевидной форме данная концепция реализуется на таком сегменте срочного рынка, как рынок опционов. Здесь инвестор должен оценить, насколько велика вероятность того, что к сроку истечения опциона (европейский опцион) или на протяжении всего периода хеджирования (американский опцион) цена спот "перешагнет" через цену исполнения. Покупая опцион, хеджер, как правило, имеет относительно широкий диапазон выбора контрактов с точки зрения цены исполнения, поэтому его риск ограничивается только величиной премии. Однако в зависимости от ожиданий и, соответственно, выбора опциона для него будет меняться цена риска. В еще большей степени он должен опираться на ожидания, когда принимает решение хеджировать позицию путем продажи опциона.

Поскольку размер получаемой премии является относительно неболь­шим, то ожидания хеджера имеют определяющее и первостепенное значение в принятии решения о страховании, тем более, что он во многих случаях будет располагать возможностью альтернативных вариантов хеджирования.

Ожидания хеджера во многих ситуациях подталкивают его к неполному хеджированию, чтобы получить дополнительную прибыль. Таким образом, принятие хеджерами во внимание ожиданий привно­сит еще одну деталь в современную теорию: число позиций, которые необходимо хеджировать, становится величиной переменной. В целом теоретическую сторону неполного хеджирования можно обосновать на базе теории портфеля.

Сказанное выше имеет важное значение в вопросе стабилизации цены на срочном рынке, так как изначально хеджер является уже не "чистым" хеджером, поскольку он готов выступить хотя бы по части своих позиций как спекулянт или арбитражер что должно найти отражение в ценах срочного рынка. При отсутствии отмечен­ного влияния положение на рынке определяли бы, с одной стороны, преимущественно "чистые" спекулянты, с другой стороны, на рынке часто отсутствовала бы ценовая эластичность в силу возможного недостатка спекулянтов и различных стоимостных ориентиров потен­циальных хеджеров. Современный взгляд на хеджирование теорети­чески открывает хеджеру возможность снизить цену, уплачиваемую спекулянту за риск, за счет более качественного анализа информа­ции. Таким образом, в современных условиях теория хеджирования включает в себя вопросы как риска, так и доходности, исчезает простая дихотомия между хеджированием и спекуляцией. Она прием­лема только для целей общеконцептуального построения механизма функционирования срочного рынка. В реальной же практике между хеджированием и спекуляцией возникают более сложные взаимо­связи.