

Развитие рынка производных валютных инструментов: определение последовательности шагов

Йорг Франке, Роберт Кирхнер, Ирина Точицкая
Немецкая экономическая группа Беларусь

Берлин/Минск, ноябрь 2015

Структура

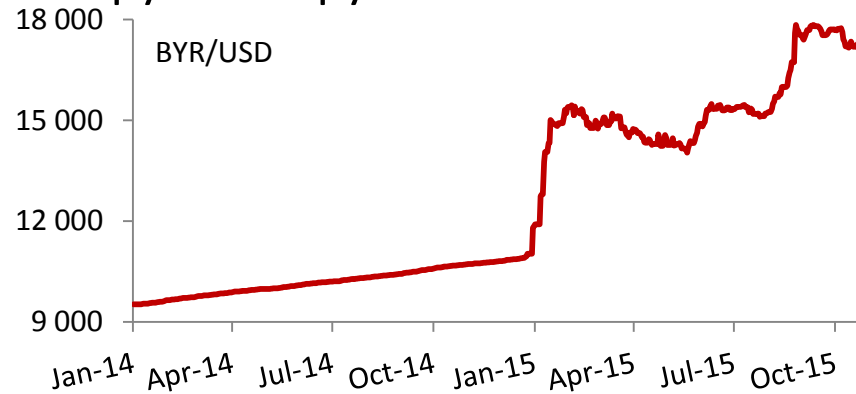
1. Введение
2. Экономическое обоснование FX деривативов
3. Обзор инструментов
4. Развитие рынка FX деривативов в Беларуси
5. Согласованная последовательность шагов:
рекомендации
6. Заключение

Контакты

Приложение

1. Введение

- С начала 2015 г Национальный банк проводит политику гибкого обменного курса белорусского рубля



Source: National Bank Belarus

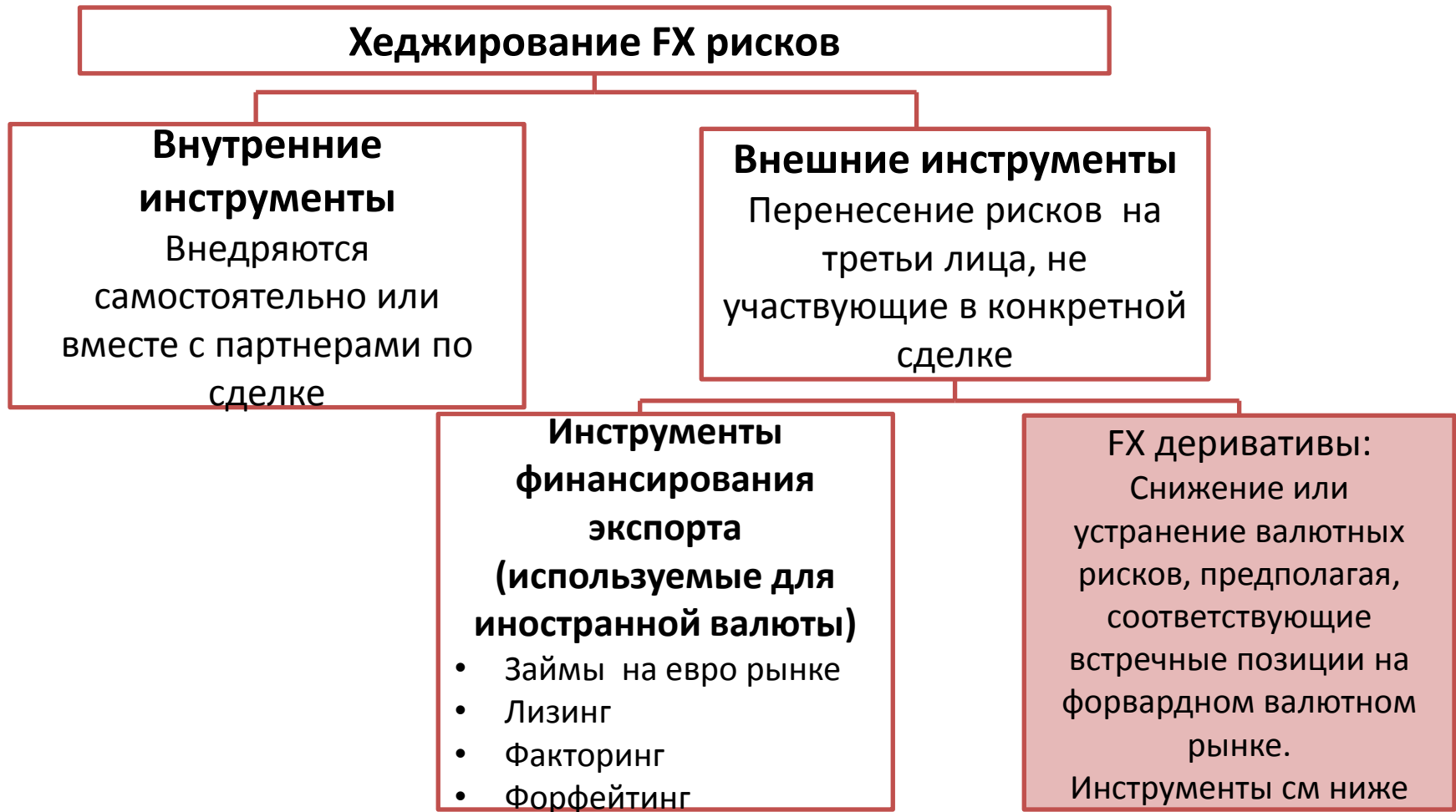
- Обменный курс определяется рынком, что является положительным с экономической точки зрения
- В то же время волатильность FX возросла; это предопределяет необходимость использования таких инструментов, как FX деривативы (фьючерсы, форварды, свопы, др.)
- Создание рынка таких инструментов – сложная задача

2. Экономическое обоснование FX деривативов

- Три основные причины использования деривативов для решения проблемы валютных рисков

- Хеджирование
 - Частые и существенные колебания валютного курса создают реальную угрозу для экспорто-импортной деятельности в реальном секторе
 - Такого рода риски должны хеджироваться и отслеживаться, так как FX риски постоянно меняются

2. Экономическое обоснование FX деривативов



2. Экономическое обоснование FX деривативов

- Арбитраж
 - Экономические агенты используют ценовые различия для идентичных товаров / активов, это не несет в себе риска и приводит к более высокой эффективности рынка (закон единой цены)
- Спекуляции
 - Деривативы могут быть использованы для спекуляций относительно изменения обменного курса в будущем
 - Это не обязательно «плохо»: может быть стабилизатором и предоставлять ликвидность, что, в свою очередь, ведет к росту рыночной эффективности
 - Спекулянты часто являются теми, кто берет на себя риски, т.е. находятся на противоположной стороне рынка, от тех, кто хочет в реальном секторе их захеджировать. Таким образом, спекулянты являются важным элементом, обеспечивающим функционирование рынка

3. Обзор инструментов

Основные виды традиционных FX деривативов, формирующих основу рынка:

Форварды «аутрайт»:

- Фиксирование обменного курса для осуществления FX сделок в будущем
- Соглашение со взаимными обязательствами каждой из сторон
- Две суммы денег в различных валютах
- Форвардный курс зафиксирован
- Дата окончательного расчета по контракту зафиксирована
- Форварды аутрайт – преимущественно форвардные валютные контракты для клиентов банков
- Котируемая валюта как правило USD

3. Обзор инструментов

Форварды «аутрайт»:

- Стандартный срок : один, два, три, шесть или двенадцать месяцев. Возможные большие и «нестандартные» сроки (в этом случае расчет ставок путем интерполирования, поскольку для нестандартных сроков нет рыночных процентных ставок)
- Процентная разница между двумя валютами определяет разницу между форвардным курсом и спот- курсом (НЕ будущими ожиданиями эволюции валютного курса !)
- Форвардный курс может быть выше или ниже спот-курса:
 - Репорт: разница между ставками, когда форвардная ставка выше спотовой ставки
 - Депорт: разница между ставками, когда форвардная ставка ниже спотовой ставки
- Стоимость форвардного контракта изменяется с изменениями на рынке, например, с изменением обменного курса и процентной ставки по обеим валютам, т.о. относительное преимущество может улучшаться или ухудшаться

3. Обзор инструментов

Валютные фьючерсы:

- Похожи по структуре на форварды аутрайт
- различия:
 - Фьючерсы торгуются на биржевом рынке
 - Для того, чтобы продукт был ликвидным они стандартизированы по объемам, срокам и условиям
 - Котируемая валюта преимущественно USD; котировка - это котировка цены (косвенная котировка в случае форвардов)
- Использование такое же, как и для других фьючерсных рынков
 - Ставки по валютным фьючерсам формируются в соответствии со спросом и предложением и представляют форвардный курс
 - Биржа или другой поставщик услуг (часто дочерняя компания биржи) действует как расчетная палата и берет на себя роль центрального контрагента для каждой сделки

3. Обзор инструментов

- Каждый владелец открытой позиции должен внести акции на маржинальный счет. Корректировка прибылей и убытков делается каждый торговый день (“mark to market” корректировка по рынку)
- Маржа обычно лежит значительно ниже объема контракта, поэтому большое кредитное плечо возникает
- Наиболее известной биржей для такого рода сделок является CME в Чикаго (рыночный сегмент: Международный денежный рынок , IMM)

3. Обзор инструментов

Валютные опционы:

- В дополнение к спецификации фьючерсных контрактов :
 - Решение о пут или колл опционе Decision on put or call option
 - Цена базового актива, цена реализации опциона
 - Покупатель решает реализовывать опцион или нет (контингентный форвардный контракт)
- Последний пункт создает ассиметричный риск /выигрыш в пользу покупателя опциона (в отличие от фьючерсов, форвардов и свопов)

следовательно: покупатель платит продавцу опционную премию; ставка премии формируется в соответствии с рыночным спросом и предложением.

3. Обзор инструментов

Четыре возможных позиции в опционных контрактах

Тип опциона	Option buyer (pays option premium)	Option seller (writer) (receives option premium)
колл	Long call (приобретение опционов на покупку (право продавать))	Short call (продажа опционов на покупку (обязанность поставить))
пут	Long put (приобретение опционов на продажу (право продать))	Short put (продажа опционов на продажу) (обязанность взять)

3. Обзор инструментов

- Опционы европейского типа: могут исполняться только владельцем по истечении срока действия
- Опционы американского стиля: могут исполняться в любое время владельцем в течение периода действия контракта (их название никак не связано с местом, где торгуются)
- Базовый актив для валютного опциона может быть:
 - Наличные операции
 - FX фьючерсы
 - Валютные свопы

3. Обзор инструментов

- Валютные опционы могут торговаться на биржевом и внебиржевом рынке
 - биржевые
 - Отличие от внебиржевых: стандартизированные (→ ликвидность)
 - Такие черты, как центральный контрагент, маржинальный счет и т.д. как для валютных фьючерсов
 - Наиболее важные рынки: Биржа Филадельфии (PHLX) для валютных опционов
 - Внебиржевые валютные опционы (ОТС)
 - Индивидуализированные, а не стандартизированные
 - Так же как с форвардами и фьючерсами : внебиржевой сегмент имеет большие объемы
- Экзотические опционы
 - По сравнению с традиционными имеют дополнительные черты, что делает хеджирование более эффективным с точки зрения затрат

3. Обзор инструментов

- FX свопы:
 - Оба контрагента обмениваются двумя валютами на определенную дату по согласованной ставке и проводят обратную сделку на определенную дату в будущем по ставке, согласованной при заключении договора
 - Комбинация спот /форвард сделок или двух форвардов
 - Короткий срок, иногда очень короткий (например overnight)
 - Использование: удлинить или сократить срок погашения существующих валютных сделок (→ инструмент управления ликвидностью); особенно применяется банками для хеджирования открытых форвардных валютных позиций для клиентов (форварды)

- Эмпирические данные по FX деривативам в Приложении, Таблица 1 и 2

4. Рынок FX деривативов в Беларуси

Белорусская валютно-фондовая биржа

- Существуют фьючерсные контракты в USD, Euro, RUB, но практически нет активности, за исключением технических торгов (около 1 млн USD в 2015)
- Отсутствие индикаторов на БВФБ: спот-курс/ курс форвард
 - отсутствие рыночных ставок ведет к невозможности использовать рыночное ценообразование
- БВФБ не предоставляет возможности заключения сделок по опционам, которые согласно законодательству могут осуществляться только на биржевом рынке
- Отсутствие торговой платформы для сделок с поставочными форвардами (DF)
- Низкая ликвидность и ёмкость рынка деривативов

4. Рынок FX деривативов в Беларуси

Внебиржевой рынок (OTC)

- Банки предлагают клиентам только на короткие - до 1-3-х месяцев финансовые инструменты (форвардные контракты)
- Отсутствуют существенные объемы, по мнению участников рынка
- Отсутствие контрольных ориентиров кривых доходности для среднесрочных и долгосрочных инструментов препятствует установлению правильной цены на FX форвардные сделки на основе принципа не арбитража

4. Рынок FX деривативов в Беларуси

Почему белорусские предприятия не используют инструменты хеджирования FX рисков

- **Валютные ограничения:** обязательная продажа валютной выручки; целевое использование иностранной валюты; сроки использования иностранной валюты
- **Законодательные барьеры:** для заключения сделок с производными финансовыми инструментами (в том числе в части понятий «производный финансовый инструмент» и «производная ценная бумага»), вследствие чего возникают трудности в определении и учете указанных классов инструментов
- **Методология учета:** Недостаточно разработанная методология и практика учета операций с инструментами срочного рынка и, в частности, инструментами хеджирования валютных рисков
- **Налогообложение:** отсутствие ясности относительно налогообложения доходов от сделок хеджирования

Все это **ведет к :**

- осторожному отношению предприятий к использованию срочных инструментов, в том числе и в части возможных объяснений с представителями контролирующих органов.
- непониманию предприятиями принципов и основ работы на срочном рынке и боязнь работы на нем

5. Согласование дальнейших шагов: рекомендации

С экономической точки зрения создание рынка FX деривативов – это хорошая идея, но необходимо управлять рисками

- Быстрые и нерегулируемые финансовые инновации создают угрозу финансовой стабильности

Создание рынка/либерализация должны иметь характер постепенных реформ :

1. Конечные пользователи должны иметь право возможности управления рисками
2. Надзорный орган (Национальный банк) должен проводить работу по:
 - a. Созданию системы отчетности по торговле FX деривативами (сверх определенного порога) для правильного управления рисками
 - b. Созданию клиринговой системы для деривативов внебиржевого рынка

5. Согласование дальнейших шагов: рекомендации

3. спот FX рынок как базовый рынок должен быть ликвидным и свободным от вмешательства
4. Внутренний денежный рынок и рынок муниципальных государственных облигаций должны развиваться параллельно
 - «надежность», «кривая доходности» – важнейшие элементы для ценообразования на рынке FX деривативов
5. В краткосрочном периоде фокус на внебиржевых инструментах; опыт внебиржевого рынка очень важен для выстраивания как рыночной структуры, так и продуктов
6. В долгосрочном периоде участие нерезидентов для повышения ликвидности и эффективности рынка
 - Приложение Таблица 3 с азиатским опытом

6. Заключение

- Большая FX гибкость требует инструментов FX рынка
- FX деривативы, такие как форварды, фьючерсы, опционы и свопы могут быть использованы для целей хеджирования, арбитража и спекуляций
 - Вносят вклад в перенос риска и эффективное распределение капитала
- В настоящее время рынок неразвит, как с точки зрения БВФБ, так и внебиржевого рынка
- Национальный банк как будущий единый регулятор должен уделить особое внимание развитию этого рынка
 - Можно ожидать выгоды, но необходимо контролировать риски
- Постепенные и согласованные шаги позволят получить выгоды и контролировать риски

Контакты

Профессор. Д-р. Йорг Франке

jfranke@tradegate.de

Роберт Кирхнер

kirchner@berlin-economics.com

German Economic Team Belarus

c/o BE Berlin Economics GmbH

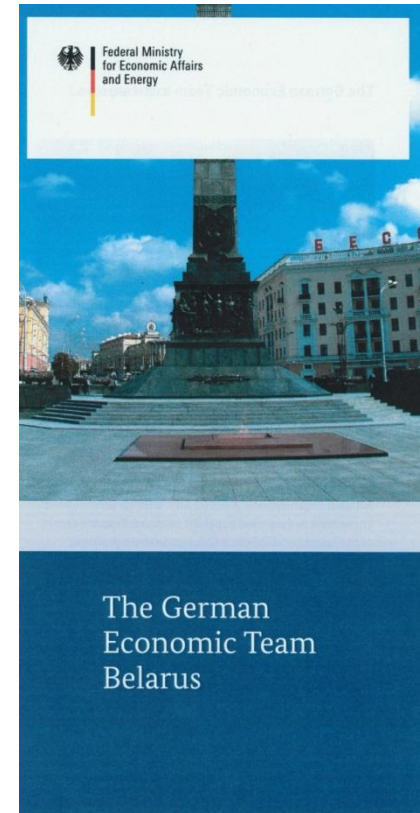
Schillerstr. 59, D-10627 Berlin

Tel: +49 30 / 20 61 34 64 0

Fax: +49 30 / 20 61 34 64 9

www.get-belarus.de

Twitter: @BerlinEconomics



Приложение 1: Объем внебиржевых и биржевых FX деривативов (USD млрд, по всему миру)

	Декабрь 2008	Декабрь 2011	Декабрь 2014	Июнь 2015
Внебиржевые (ОТС) деривативы				
Валютные форварды и forex свопы	24,494	30,526	37,076	
Валютные опционы	10,608	10,065	14,600	
Биржевые деривативы				
Валютные фьючермы	128	224	234	233
Валютные опционы	129	88	143	155

Source: Bank for International Settlements

Приложение 2: Возникающие рынки Европы : доступность биржевых и внебиржевых деривативов на местных рынках

	Биржевые			внебиржевые		
	Валютные фьючерсы	Валютные опционы	FX свопы	FX форварды	Валютные свопы Swaps	FX опционы
Босния и Герцеговина						
Болгария			+	+	+	+
Хорватия						
Чехия			+	+	+	+
Эстония			+	+		+
Венгрия	+	+	+	+		+
Латвия			+	+		
Литва			+	+		
Македония						
Польша	+		+	+	+	+
Румыния	+	+	+	+		+
Россия	+		+	+		+
Сербия						
Словакия			+	+		+
Словения			+	+		+
Турция	+		+	+	+	+
Украина						

Приложение 3: Обзор инструментов хеджирования FX рисков в Азии

Страна	On-shore FX форвард	Доступ нерезидентов к on-shore FX форвардам	Off-shore рынок
Китай	до 12 мес	Не разрешено	NDF ликвидный
Гонконг	ликвидный	Нет ограничений	нет
Индонезия	ликвидный	Разрешено хеджировать основной долг и купон	NDF ликвидный
Корея	ликвидный	Разрешено хеджировать основной долг и купон	NDF ликвидный
Малайзия	до 12 мес	Разрешено хеджировать основной долг и купон onshore банками	нет
Филиппины	ликвидный	Требуется получение разрешения	NDF ликвидный
Сингапур	ликвидный	Разрешено хеджировать основной долг и купон	Поставочный форвард ликвидный
Таиланд	ликвидный	Разрешено хеджировать основной долг и купон	Поставочный форвард ликвидный

Source: Bank for International Settlements (2006)