Николай ЮКОВИЧ,
начальник отдела по торговле на финансовых рынках, банк «Ренессанс Финанс»

Одна из основных отличительных черт развития финансовых рынков во многих странах, переживших командную экономику, — гипертрофированное влияние государства на процесс возникновения новых инструментов, а также популяризации уже существующих мировых финансовых технологий. Это не всегда отрицательное явление, поскольку зачастую влияние государства способно иммунизировать финансовую систему от воздействия мировых финансовых катаклизмов. Однако, определенно, такой подход сказывается на скорости эволюции финансовых инструментов. Российский финансовый рынок — один из примеров данного явления.

Со скоростью ЭВОЛЮЦИИ

> КАК НИ СТРАННО, ИМЕННО КРИЗИСНЫЕ СОБЫТИЯ 2008–2009 ГОДОВ ПОДТОЛКНУЛИ ГОСУДАРСТВО И РЫНОК К РЕАЛЬНОМУ ПРОРЫВУ В РАЗВИТИИ ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

До последнего времени основным макроэкономическим рычагом государства являлся обменный курс рубля. Либерализация валютного законодательства способствовала многократному увеличению ликвидности рынка, однако жесткая поддержка валютного коридора Центральным банком как являлась основным определяющим фактором рынка до кризисных событий 2008 года, так и остается им поныне. Несмотря на значительное расширение валютного коридора и попытки регулятора сделать свои действия менее предсказуемыми, рынок большую часть времени торгуется вблизи уровней интервенций ЦБ. В основном, феномен «притяжения» к уровням ЦБ связан с сырьевым характером российской экономики и, как следствие, колебаниями сальдо платежного баланса. Фактически в ситуации высоких мировых цен на сырье монетарные власти оказываются в ловушке собственной политики, когда концентрация усилий, направленных на регулирование валютного курса, приводит к раздутию ликвидности финансового сектора и недееспособности других рычагов влияния на рынок — в частности, процентных ставок. Вот почему локальный денежный рынок в России все еще находится в эмбриональном состоянии. Здесь, как и на валютном рынке, единственными ориентирами являются уровни интервенций ЦБ. Однако нерешительный подход регулятора к развитию этого рынка привел к тому, что основная масса сделок производится с расчетами на один день. К тому же огромная ширина спреда между уровнями, где ЦБ привлекает денежные средства и снабжает рынок ликвидностью, приводит к вырождению любых попыток сделать процентную политику действенной и расширить спектр инструментов денежного рынка. Несмотря на многочисленные заявления ЦБ о сокращении спреда между депозитными и кредитными ставками, последнее решение от 25 февраля о повышении всех ставок свидетельствует об отсутствии единой стратегии развития политики воздействия на краткосрочные ставки.

Другой основной фактор, определяющий вектор развития финансовых технологий в России — отчетливая сегментация рынка на локальный, который представлен российскими финансовыми институтами и регулируется внутренним законодательством, и «оффшорный», в основном поддерживаемый крупнейшими мировыми банками. Основной продукт «оффшорного рынка» — деривативы, позволяющий иностранным потребителям инвестировать во всевозможные секторы российского финансового рынка, не вовлекая себя в инфраструктурные и административные сложности, связанные с движением реального базового актива. Очевидно, что именно оффшорный рынок являлся локомотивом развития производных финансовых инструментов. Однако на его становление неизбежно накладывала отпечаток специфика локального рынка. Здесь, как и на рынке базовых активов, основное развитие получили валютные деривативы,

представленные сейчас всем спектром инструментов от беспоставочных форвардных контрактов до всевозможных вариаций опционов на курс рубля против доллара, бивалютной корзины и прочих кросс-курсов. Развитие же процентных деривативов традиционно происходило со значительными трудностями. Несомненно, эволюция рынка валютных форвардов вкупе с бумом на рынке корпоративных облигаций послужили отправной точкой создания рублевой кривой доходности. Однако в силу своей природы валютные деривативы, помимо процентной составляющей, отражают сравнительно краткосрочные ожидания участников рынка в отношении движения валютного курса. Поэтому этот вид инструмента в развитой финансовой системе является лишь суррогатом инструментария рынка процентных ставок.

Появление в России в середине 2000 годов cross-currency свопов стало возможным благодаря либерализации валютного законодательства и становлению оффшорного валютного рынка с физической поставкой. По сути же данный вид инструмента представляет собой лишь вариацию традиционного валютного свопа. Это нововведение позволило заметно увеличить ликвидность долгосрочного сегмента кривой доходности. Однако ценообразование данного продукта в основном определяется потребностями участников рынка в переводе финансирования из одной валюты в другую, а не ожиданиями изменения уровня процентных ставок и инфляции.

Другой продукт, который стал развиваться одновременно с cross-currency свопами — процентный своп на ставку трехмесячного депозита (MOSPRIME). В свое время этот продукт олицетворял собой реальный прорыв в развитии процентных финансовых деривативов: трехмесячный MOSPRIME стал первой успешной попыткой создать фиксинг на рублевую процентную ставку и завоевал доверие крупнейших иностранных банков, осуществляющих деятельность в России. В популяризации MOSPRIME важную роль сыграло бурное развитие рынка потребительского кредитования в середине нулевых годов: крупнейшие иностранные банки стали предлагать своим клиентам кредиты под плавающую ставку MOSPRIME. Однако в связи с тем что межбанковский денежный рынок никак не мог выйти за пределы кредитования овернайт, рынок потребителей процентных свопов стал сужаться до уровня банков, чьи кредитные портфели были привязаны к ставке MOSPRIME. Кризис 2008 года показал «однобокость» этого продукта — доверие к фиксингу было заметно подорвано, и до сих пор многие участники рынка относятся к MOSPRIME по меньшей мере очень настороженно. Так или иначе, до последнего времени развитие рынка производных финансовых инструментов находилось почти исключительно в руках крупных иностранных банков, в то время как локальные банки продолжали отвоевывать значительные доли рынка базовых активов. Очевидно, такой дисбаланс рано или поздно должен вывести локальные банки в лидеры и на рынке производных инструментов. Скорость этого процесса, на мой взгляд, зависит от желания государства поддержать развитие этих рынков.

Как ни странно, именно кризисные события 2008–2009 годов подтолкнули государство и рынок к реальному прорыву в развитии производных финансовых инструментов. Низкая цена на энергоносители, а соответственно, и растущий бюджетный дефицит привели к необходимости заметного увеличения внутренних государственных заимствований. За последние пару лет стагнирующий рынок государственных облигаций превратился в один из самых ликвидных: существенно изменилась структура торгуемых бумаг с точки зрения сроков погашения и объемов обращения. Самое главное, роль локальных банков на этом рынке является доминирующей по отношению к иностранным операторам. Бурное развитие рынка ОФЗ неизбежно заставляет локальных игроков искать инструменты эффективного управления процентным риском. Стоит особо выделить, что для большинства локальных инвесторов доступ к деривативным инструментам оффшорного рынка либо полностью закрыт, либо существенно ограничен. Поэтому запуск торгов фьючерсными контрактами на корзины ОФЗ был воспринят с большим воодушевлением многими локальными операторами. В середине февраля биржа РТС запустила фьючерсные контракты на краткосрочную (два года) и среднесрочную (четыре года) корзины ОФЗ. ММВБ планирует запуск аналогичных продуктов в самые кратчайшие сроки. Помимо очевидных достоинств нового продукта, связанных с возможностью гибко регулировать процентный риск, фьючерсы на ОФЗ закладывают основу для развития ставок денежного рынка. Ценообразование фьючерса подразумевает поставку базового актива в будущем, а следовательно, неразрывно связано со ставкой РЕПО. Развитие торговли фьючерсами и внедрение контрактов с более длинным сроком исполнения (на текущий момент оба фьючерса предъявляются к поставке в июне 2011 года) неизбежно приведет к появлению долгосрочного рынка РЕПО, а вслед за этим и к увеличению сроков кредитования на локальном денежном рынке.

Прошлый год также был ознаменован попытками внедрения целого спектра деривативных продуктов, привязанных к ставкам овернайт межбанковского рынка. На мой взгляд, этот вид инструмента очень перспективен по ряду причин. Во-первых, базовым активом являются ставки единственно ликвидной части денежного рынка, вследствие чего заметно увеличивается доверие к значению фиксинга. Во-вторых, возрастающий характер кривой рублевой доходности приводит к тому, что долгосрочные активы, как правило, финансируются краткосрочными обязательствами. В ситуации когда межбанковский денежный рынок очень ограничен, желание инвесторов эффективно «удлинить» срок обязательств выглядит естественно. В-третьих, данный вид инструментов является неотъемлемым связующим звеном между «короткой» ликвидностью и долгосрочными ставками рынка свопов и облигаций.

Краеугольным камнем в дискуссиях о внедрении свопов на ставки овернайт является на данный момент сам базовый актив. Крупные локальные банки, имеющие доступ к дешевому финансированию, делают упор на развитие рынка свопов на ставки межбанковского рынка (к примеру, ставку RUONIA). Инвестиционные компании, работающие в основном с ценными бумагами, ищут возможности развития рынка свопов на базе ставки однодневного РЕПО. Ряд коммерческих банков ратует за развитие ставок MOSPRIME. Так или иначе, рынок локальных процентных производных инструментов начинает набирать силу. Однако без четкой стратегии управления ставками со стороны монетарных властей путь развития производных финансовых инструментов может заметно затянуться.