Валентина САВЕНКОВА,
руководитель проекта
«ВЕЛЕС Академия»,
инвестиционная компании
«ВЕЛЕС Капитал»

Владимир ЯРОВОЙ,
управляющий директор
по деривативам,
Московская биржа

Срочный рынок на пути к новой реальности

В периоды неопределенности и нестабильности на рынках существенно возрастает актуальность вопросов хеджирования. В рамках данного круглого стола эксперты рынка обсудили, какие факторы определяли срочный рынок в 2021 году, как ситуация изменилась после введения санкций, а также поделились мнением, какие инструменты хеджирования в текущих условиях наиболее эффективны.

КАКИЕ ФАКТОРЫ ОПРЕДЕЛЯЛИ СРОЧНЫЙ РЫНОК В 2021 ГОДУ? КАКИХ ИЗМЕНЕНИЙ ВЫ ОЖИДАЕТЕ В ТЕКУЩЕМ ГОДУ?

Владимир Яровой

— В 2021 году продолжился приток частных инвесторов: по итогам года их число превысило 17 млн человек, сегодня — выросло до 18.5 млн человек, у которых открыто свыше 30 млн брокерских счетов. На срочном рынке количество клиентов превысило 6 млн человек, среднедневной объем их операций вырос до максимальных значений — 619 млрд рублей. Сильнее всего вырос сегмент товарных контрактов, объем операций с ними увеличился на 40%.

За последний месяц значительно изменилась структура рынка: доля физических лиц в объеме торгов сегодня превышает 60%. По мере стабилизации мы уверены, что структура продолжит меняться в поисках баланса и доля частных инвесторов будет нормализироваться, а остальные группы клиентов будут восстанавливать свою активность.

Всеволод Малев

— Основные факторы, определявшие срочный рынок в 2021 году, — это одновременный рост цен и волатильности практически во всех группах биржевых товаров и «товарных» валютах. Рост цен был вызван как инфляционными ожиданиями и структурным дефицитом в большинстве товарных групп, так и геополитическими рисками, которые в конечном итоге материализовались в полном объеме в первые месяцы 2022 года.

Валентина Савенкова

— Главный фактор, определяющий динамику срочного рынка в 2021 году, — продолжение активного притока частных инвесторов на фондовый рынок в целом.

В январе 2021 года число частных инвесторов, имеющих брокерские счета на Московской бирже, составляло 9.4 млн, в январе 2022 года этот показатель превысил 17 млн. За год — почти двукратный рост.

Круглый стол участников сделок хеджирования

Всеволод МАЛЕВ,
руководитель управления срочных и деривативных рынков, ПАО «АК БАРС Банк»

В текущем году тенденция продолжилась: в марте 2022-го число открытых счетов приблизилось к 19 млн, за март (даже с учетом остановки торгов почти на месяц) было открыто более 750 тыс. счетов, а сделки совершали 1.9 млн человек.

Доля частных инвесторов в объеме торгов срочного рынка составила почти 70%. При этом объемы торгов за счет отсутствия на рынке нерезидентов значительно снизились пропорционально рынку в целом: объем торгов мартовским фьючерсом на доллар к рублю на 16 февраля 2022 года (примерно за месяц до экспирации) составлял почти 240 млрд рублей, объем торгов июньским фьючерсом доллар-рубль 14 апреля (тот же месяц до экспирации) — чуть меньше 150 млрд рублей.

Срочный рынок на какое-то время станет менее ликвидным, однако это вряд ли помешает инвесторам достигать тех целей, для которых в основном используются производные финансовые инструменты: хеджировать риски, спекулировать и создавать синтетические конструкции с фиксированным доходом.

На мой взгляд, наиболее пострадавшей отраслью срочного рынка в ближайшее время станет рынок опционов: на нем и до кризиса наблюдалась достаточно средняя ликвидность, которая несколько ограничивала спекулятивные операции, сейчас ликвидности еще меньше, и трейдерам с капиталами выше 1 млн рублей спекулировать опционами будет довольно затруднительно.

ПОЗВОЛИЛИ ЛИ ЗАКЛЮЧЕННЫЕ СРОЧНЫЕ КОНТРАКТЫ ОГРАНИЧИТЬ ВОЗНИКШИЕ В РЕЗУЛЬТАТЕ ВВЕДЕНИЯ САНКЦИЙ РИСКИ? КАКИЕ КЕЙСЫ РЕАЛИЗАЦИИ СТРАТЕГИЙ ХЕДЖИРОВАНИЯ ВЫ МОЖЕТЕ ОТМЕТИТЬ КАК САМЫЕ УСПЕШНЫЕ?

Валентина Савенкова

— Наибольшую актуальность вопросы хеджирования приобретают для долгосрочных инвесторов в периоды макроэкономической или политической нестабильности, когда рынки лихорадит, а курсы валют ослабевают относительно защитных активов (доллара и швейцарского франка).

Наиболее актуальны в этом случае два вида хеджирования:

- Рыночное: хеджирование портфеля инструментов с переменной доходностью (акций, товаров) в любой валюте от снижения рынка путем открытия по ним противоположной позиции в соответствующем активе/бенчмарке. Используется, как правило, полное хеджирование портфеля, на всю сумму открытых позиций.
- Валютное: хеджирование портфеля инструментов с фиксированной доходностью (облигаций) в национальной валюте от ее ослабления путем открытия длинной позиции в производном инструменте на валютную пару доллар / национальная валюта.

Может использоваться как полное, так и частичное хеджирование: в первом варианте хеджируется вся сумма инвестиций, во втором — сумма нескольких ближайших купонов, в зависимости от того, на какой срок вы прогнозируете значительное ослабление национальной валюты и продолжительность кризиса.

Одним из самых актуальных вопросов для инвестора является вопрос своевременности включения хеджа: необходимо выделить признаки, которые позволяют отделить действительно кризисные явления от обычной, возможно, более глубокой, чем обычно, рыночной коррекции. Это одновременно и один из самых сложных вопросов в данной области, потому что идея «доллара выше 100 рублей» гуляет по информационному пространству с 2014 года, и периодически мы слышим

обещания, что «к новому году он уже точно будет стоить выше 100», а по факту доллар выше 100 мы видели только в текущем году и то в течение неполных 14 дней.

Одним из достоверных критериев оценки и предсказания кризисов является отслеживание поведения рыночной волатильности. Российский рынок имеет свой собственный индекс волатильности — индекс RVI, нормальное значение которого находится в диапазоне от 20 до 40. Индекс рассчитывается с 2012 года, но если проанализировать его поведение во все кризисные периоды с этого времени, то мы увидим три выраженных пика (март и декабрь 2014-го, март 2020-го и февраль-март 2022 года), что как раз соответствует трем кризисным для российского рынка периодам в новейшей истории.

Первичным сигналом для инвестора о том, что пора включать хедж-стратегию, является подъем индекса RVI выше уровня 50. Сигналом о том, что хедж можно выключать, — снижение индекса ниже 50 либо стабильное снижение с уровней достигнутого максимума пять или более дней подряд.

Всеволод Малев

— К сожалению, санкционные риски в большинстве своем не являются рыночными (ценовыми) рисками, которые можно захеджировать с помощью производных финансовых инструментов. Что же касается снижения курса рубля и роста цен на энергетические активы (нефть, газ, уголь), последовавшие непосредственно за введением санкций против России, то те клиенты, которые страховали ценовые риски в этих активах, смогли компенсировать как минимум большую часть своих убытков.

Владимир Яровой

— Наиболее успешные кейсы мы наблюдали на рынке внебиржевых деривативов, в частности с процентными инструментами, которые помогли участникам пройти период резкого повышения ключевой ставки без каких-либо последствий для своего бизнеса.

В структуре открытых позиций корпоративных клиентов на срочном рынке традиционно основную долю занимают валютные контракты — компании хеджируют валютный риск. По данным на середину апреля, объем открытых позиций корпораций в валютных фьючерсах практически не изменился: компании продолжают свою работу даже в условиях повышенной волатильности и роста стоимости обеспечения.

Одним из самых актуальных вопросов для инвестора является вопрос своевременности включения хеджа

ПО ИТОГАМ 2021 ГОДА 95.7% ОТ ОБЩЕГО ОБЪЕМА РЫНКА БИРЖЕВЫХ ПФИ СОСТАВЛЯЛИ ФЬЮЧЕРСЫ, ПОЛОВИНА ИЗ КОТОРЫХ ВАЛЮТНЫЕ. ПОЧЕМУ, НА ВАШ ВЗГЛЯД, РОССИЙСКИЙ ХЕДЖЕР ПРЕДПОЧИТАЕТ ОПЦИОНУ ФЬЮЧЕРС И ИЗМЕНИТСЯ ЛИ ФОКУС В БЛИЖАЙШИЕ НЕСКОЛЬКО ЛЕТ?

Валентина Савенкова

— Не только российский хеджер, но и российский спекулянт предпочитает фьючерс опциону. Тому есть несколько причин.

Опцион как инструмент сложнее фьючерса. Опцион (для покупателя) дороже фьючерса за счет уплаты опционной премии. И наконец, российский опцион гораздо менее ликвиден, чем российский фьючерс.

Итоги торгов фьючерсами и опционами за 14 апреля 2022 года отвечают на этот вопрос лучше всего: июньский фьючерс доллар-рубль наторговал около 150 млрд рублей, опционы call и put совокупно по всем страйкам — чуть больше 10 млрд.

Ликвидность фьючерсного рынка превышает ликвидность опционов более чем в 10 раз, и со снижением общего объема торгов эта тенденция не изменилась. Вполне естественно, что инвесторы предпочитают хеджироваться фьючерсами, а не опционами.

Дополнительно играет роль фактор специфики инструментов: при хеджировании опционами инвестор получает возможность зарезервировать меньше средств на ГО, но платит безвозвратную опционную премию, которая является его прямыми затратами и уменьшает прибыль по основному и хедж-портфелю.

Всеволод Малев

— Биржевые ПФИ в России используются преимущественно как инструмент для краткосрочных спекуляций,

а не хеджирования ценовых рисков, поэтому предпочтение отдается инструментам с дельтой, равной 1. Конечно, небольшая часть участников рынка хеджирует свои валютные риски с помощью валютных фьючерсов, но большинство фьючерсных контрактов на российском рынке используется для алгоритмической (в том числе и для высокочастотной) торговли и арбитража между различными биржевыми площадками (например, MOEX и CME).

Кроме того, сам по себе фьючерсный контракт (или опцион на фьючерс) в большинстве случаев не всегда удобный инструмент для хеджирования, так как стандартизация фьючерсов по номиналу и срокам экспирации часто не позволяет хеджеру (особенно небольшому) в полной мере перекрывать свой «базисный» риск. Скорее всего развитие услуг по хеджированию рисков в России пойдет по традиционной модели: хеджер будет заключать сделку на опцион или форвард/своп с финансовым институтом, а финансовый институт будет крыть свой риск в том числе и с помощью биржевых инструментов.

Владимир Яровой

— Фьючерсные контракты — высоколиквидные инструменты, ими активно торгуют частные инвесторы, алгоритмические трейдеры, профучастники, корпоративные и институциональные клиенты. Это существенно облегчает управление позицией для корпораций. Однако активность хеджеров нужно оценивать по объему и структуре открытых позиций. Традиционно на валютные опционы приходилось до 20–25% от общей позиции корпорации в валютных контрактах. Сейчас эта доля объективно сократилась по причине роста стоимости хеджирования через опционы, но в перспективе мы ожидаем ее нормализации.

КАК ЗА ПОСЛЕДНИЙ ГОД ИЗМЕНИЛСЯ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЙ СОСТАВ РЫНКА? КАКОВЫ ВАШИ ПРОГНОЗЫ ОТНОСИТЕЛЬНО ПРИСУТСТВИЯ НЕРЕЗИДЕНТОВ НА РОССИЙСКОМ СРОЧНОМ РЫНКЕ?

Всеволод Малев

— Институциональный состав рынка существенно изменился за последние два месяца в связи с введением санкций против крупнейших российских банков. Вероятно, освободившуюся нишу займут более мелкие российские банки, если они смогут обеспечить доступ к торгам и клирингу на иностранных биржевых площадках или на внебиржевом рынке с иностранными финансовыми институтами без риска попасть под санкции со стороны американского и европейского регуляторов.

Что касается появления нерезидентов на российском срочном рынке, то в настоящий момент наблюдается как раз обратная тенденция: массовый уход иностранных финансовых институтов с российского рынка, отказ работать с российскими резидентами и инструментами.

Валентина Савенкова

— В ближайшие полгода (возможно, до конца текущего календарного года) все с высокой вероятностью останется так, как есть сейчас, с тенденцией к очень медленному и постепенному улучшению ситуации. Нерезиденты на российский рынок так или иначе вернутся, и именно с их возвращением ситуация с ликвидностью окончательно исправится. Но будут ли это ушедшие ранее нерезиденты из недружественных стран или пришедшие им на замену новые «дружественные» — пока точно сказать невозможно, все будет зависеть от вектора развития геополитической ситуации.

Владимир Яровой

— Российский срочный рынок всегда был интересен для иностранного капитала благодаря широкой линейке инструментов, привычным и надежным технологиям торгов. У брокеров есть готовая инфраструктура и большой опыт обслуживания нерезидентов на российском рынке. Найти и дать доступ к рынку новым клиентам российским посредникам будет не в пример проще, чем это делалось на этапе становления рынка.

КАКИЕ ИНСТРУМЕНТЫ ХЕДЖИРОВАНИЯ ПРИОБРЕТУТ ОСОБУЮ АКТУАЛЬНОСТЬ В ТЕКУЩИХ УСЛОВИЯХ? СУЩЕСТВУЮТ ЛИ СПЕЦИФИЧЕСКИЕ ДЛЯ ОТДЕЛЬНЫХ ОТРАСЛЕЙ ИНСТРУМЕНТЫ?

Валентина Савенкова

— Наиболее актуальны, безусловно, фьючерсы. Как уже отмечалось выше, опционы слишком дороги и недостаточно ликвидны, чтобы выполнять функцию хеджирования полноценно.

Для хеджирования отдельных отраслей можно использовать фьючерсы на отраслевые индексы, которых на Московской бирже на данный момент представлено четыре: OGI — фьючерс на индекс нефти и газа, MMI — фьючерс на индекс металлов и добычи, FNI — фьючерс на индекс финансового сектора, CNI — фьючерс на индекс потребительского сектора.

Также дополнительно можно использовать HOME — фьючерс на индекс цен на московскую недвижимость и RGBI — фьючерс на индекс цен на государственные облигации.

Особую актуальность в краткосрочной перспективе приобретает работа с фьючерсом на индекс волатильности российского рынка (RVI). Известно, что «нормальный» уровень рыночной волатильности — от 20 до 40. Текущий — чуть ниже 90. При нормализации ситуации индекс будет снижаться до нормальных значений. Возможны две стратегии: заработать

на нормализации индекса (открытие короткой позиции по фьючерсу) или хеджировать портфель при появлении новых геополитических вызовов путем покупки фьючерса на индекс RVI.

Владимир Яровой

— Переориентация на расчеты в национальных валютах и активизация товарооборота с азиатским регионом может повысить спрос на фьючерсы на китайский юань. Чтобы сделать инструмент более доступным для широкой аудитории, мы обновили его параметры: уменьшили размер лота, шаг цены и стоимость шага цены.

Запустили совершенно новый тип инструментов — бессрочные фьючерсы. Первыми базовыми активами для них станут валютные пары, обращающиеся на валютном рынке Московской биржи. Главное отличие бессрочного фьючерса — ежедневное автоматическое продление срока жизни контракта на один день, отсутствие необходимости переносить позицию и покупать физический актив, чтобы зарабатывать на изменении его цены. Мы будем постепенно расширять линейку этих инструментов исходя из актуального рыночного спроса.

Мы видим высокий потенциал в товарных контрактах, в частности на промышленные и цветные металлы. Планируем дальнейшее развитие контрактов на сельхозпродукцию, в том числе за счет товаров, торгующихся на Национальной товарной бирже (входит в Группу «Московская биржа»). Рассматриваем возможность торговли и азиатскими товарными бенчмарками.

В этом году появится еще один новый для российского рынка тип инструментов — опционы на акции, который существенно расширит возможности инвесторов. Первыми станут наиболее ликвидные акции российских компаний, впоследствии перечень базовых активов может расшириться, в том числе за счет азиатских инструментов.

Всеволод Малев

— Я не думаю, что сложившаяся ситуация сделает какие-то ПФИ более актуальными, а какие-то менее актуальными. Скорее всего локальные игроки попытаются найти и развивать какие-то локальные бенчмарки (товарные индексы), которые будут использовать для хеджирования ценовых рисков.

Как таковых специфических для отдельных отраслей инструментов хеджирования не существует: это либо биржевой фьючерс (или его внебиржевые «братья» форвард и своп), либо опцион. Однако в некоторых отраслях существуют специфические комбинации этих инструментов (в том числе и биржевые), используемые для хеджирования специфических для этих отраслей рисков. Например, НПЗ активно используют «крэк-спреды» (цена нефти против цен на нефтепродукты, получаемые в результате переработки нефти) для хеджирования «маржи переработчика». Некоторые агрофирмы, торгующие соей и продукцией ее первичной переработки, используют для хеджирования так называемые краш-спреды (по аналогии с предыдущим примером: разница между ценой на соевые бобы, соевое масло и шрот). Европейские и американские энергетические компании используют для хеджа «спарк-спред» — разницу в цене на природный газ и электричество.

Особую актуальность в краткосрочной перспективе приобретает работа с фьючерсом на индекс волатильности российского рынка (RVI)

ЧТО ЖДЕТ СРОЧНЫЙ РЫНОК НА ГОРИЗОНТЕ ДО 5 ЛЕТ И В ДОЛГОСРОЧНОЙ ПЕРСПЕКТИВЕ? КАКОВЫ ОСНОВНЫЕ БАРЬЕРЫ И ВОЗМОЖНОСТИ РАЗВИТИЯ СРОЧНОГО РЫНКА В РОССИИ?

Владимир Яровой

— Мы считаем, что рынок деривативов и биржевой срочный рынок будут активно развиваться за счет появления новых инструментов и возможностей торговли для различных групп клиентов. Основной акцент мы сделаем на развитие расчетных инструментов. Значительную роль на срочном рынке продолжат играть частные инвесторы, так как события этого года приведут к переоценке со стороны инвесторов риска владения базовым активом. В институциональном плане будут активно развиваться инструменты на процентные ставки как инструменты защиты от инфляции и управления процентным риском. Мы думаем, что срочный рынок имеет потенциал кратного роста количества активных клиентов и объемов

заключаемых сделок на перспективе ближайших лет.

Всеволод Малев

— Развитие финансовых рынков в России (не только срочного) зависит от того, насколько быстро наша страна сможет вернуться в мировую финансовую систему в качестве полноправного ее участника. Для этого должно быть снято большинство введенных за последние два месяца санкций.

Что касается специфических барьеров для развития биржевых производных, то для развития, например, ПФИ на нефтепродукты на локальных базисах необходима смена режима налогообложения в нефтяной отрасли. В текущих условиях ценообразование на локальных базисах не является рыночным.

Валентина Савенкова

— Практически невозможно сейчас делать прогнозы на долгосрочную перспективу, потому что отсутствует понимание главной составляющей: когда и каким составом вернутся на российский рынок нерезиденты. Внутренние тенденции рынка скорее всего не поменяются: прирост частных инвесторов продолжится, и с текущих уровней обороты и ликвидность будут постепенно расти. Но принципиальные и быстрые изменения возможны только при возвращении нерезидентов.

Со своей стороны биржа предпринимает множество усилий для развития срочного рынка: регулярно появляются новые контракты, расширяется список маркет-мейкеров и т. д.

С КАКИМИ СЛОЖНОСТЯМИ СТАЛКИВАЮТСЯ УЧАСТНИКИ СРОЧНЫХ КОНТРАКТОВ? ВЕЛИКИ ЛИ РИСКИ «УЙТИ В МИНУС»? КАК ОЦЕНИТЬ ЭФФЕКТИВНОСТЬ РЕАЛИЗУЕМОЙ СТРАТЕГИИ ХЕДЖИРОВАНИЯ?

Всеволод Малев

— Хеджирование, как и любое страхование, является по определению затратной процедурой. Основная задача хеджера заключается в поиске инструмента, который бы максимально близко коррелировал с вашим базисом. Если выбранный инструмент позволяет перекрыть большую часть рисков и не сильно снижает маржинальность бизнеса, то такой инструмент можно считать эффективным.

Валентина Савенкова

— Срочный рынок — один из наиболее рискованных рынков для инвестора. И риски уйти в минус, работая с деривативами, соответственно, также максимальны. Если говорить о хеджировании своих активов в ситуации предкризиса и кризиса, то здесь появляется дополнительный риск, связанный с тем, что в кризис всегда значительно вырастает волатильность, а значит, биржа вынуждена пересматривать размер ГО по производным инструментам в сторону увеличения.

Именно с этим риском столкнулись держатели срочных контрактов в конце февраля 2022 года: инвесторы, открывшие хедж-позиции во фьючерсах на индексы или акции с размером ГО 10–15%, в итоге оказались в позициях с размером ГО около 50% от стоимости портфеля акций. Им пришлось или пополнить счет, или закрыть часть хедж-позиций, чтобы вывести итоговую позицию по счету в ноль, или согласиться с уплатой процентов за маржинальное кредитование, предоставленное брокером в обеспечение отрицательного остатка на счете. Отдельной проблемой стало более чем трехнедельное закрытие биржевых торгов, при этом размер ГО пересматривался ежедневно, в результате чего вариант с частичным закрытием хеджа большую часть времени, когда это было актуально, оставался недоступным.

Владимир Яровой

— Люди часто опасаются срочного рынка, считая, что инструменты слишком сложны, а финансовый результат непредсказуем. Поэтому мы стараемся конструировать новые инструменты максимально простыми в плане ценообразования и работы на протяжении жизненного цикла контракта.

Кроме того, важно, чтобы инструменты были ликвидными и доступными по цене входа и выхода. В этом направлении главным нововведением этого года будет перевод тарифной модели на принципы тейкер-мейкер, где любой клиент-мейкер, предоставляющий ликвидность и не являющийся маркетмейкером, не будет платить комиссию за сделку. В соответствии с новой моделью перерабатываем и маркетмейкерские программы, что положительно скажется на ликвидности торгуемых инструментов.

Основная задача хеджера заключается в поиске инструмента, который бы максимально близко коррелировал с вашим базисом