

Развитие рынка производных валютных инструментов: определение последовательности шагов

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

Берлин/Минск, ноябрь 2015

Структура

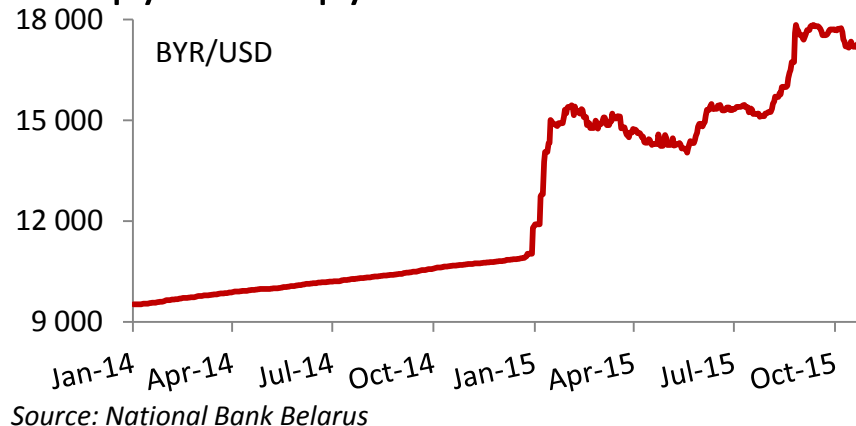
1. Введение
2. Экономическое обоснование FX деривативов
3. Обзор инструментов
4. Развитие рынка FX деривативов в Беларуси
5. Согласованная последовательность шагов:
рекомендации
6. Заключение

Контакты

Приложение

1. Введение

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



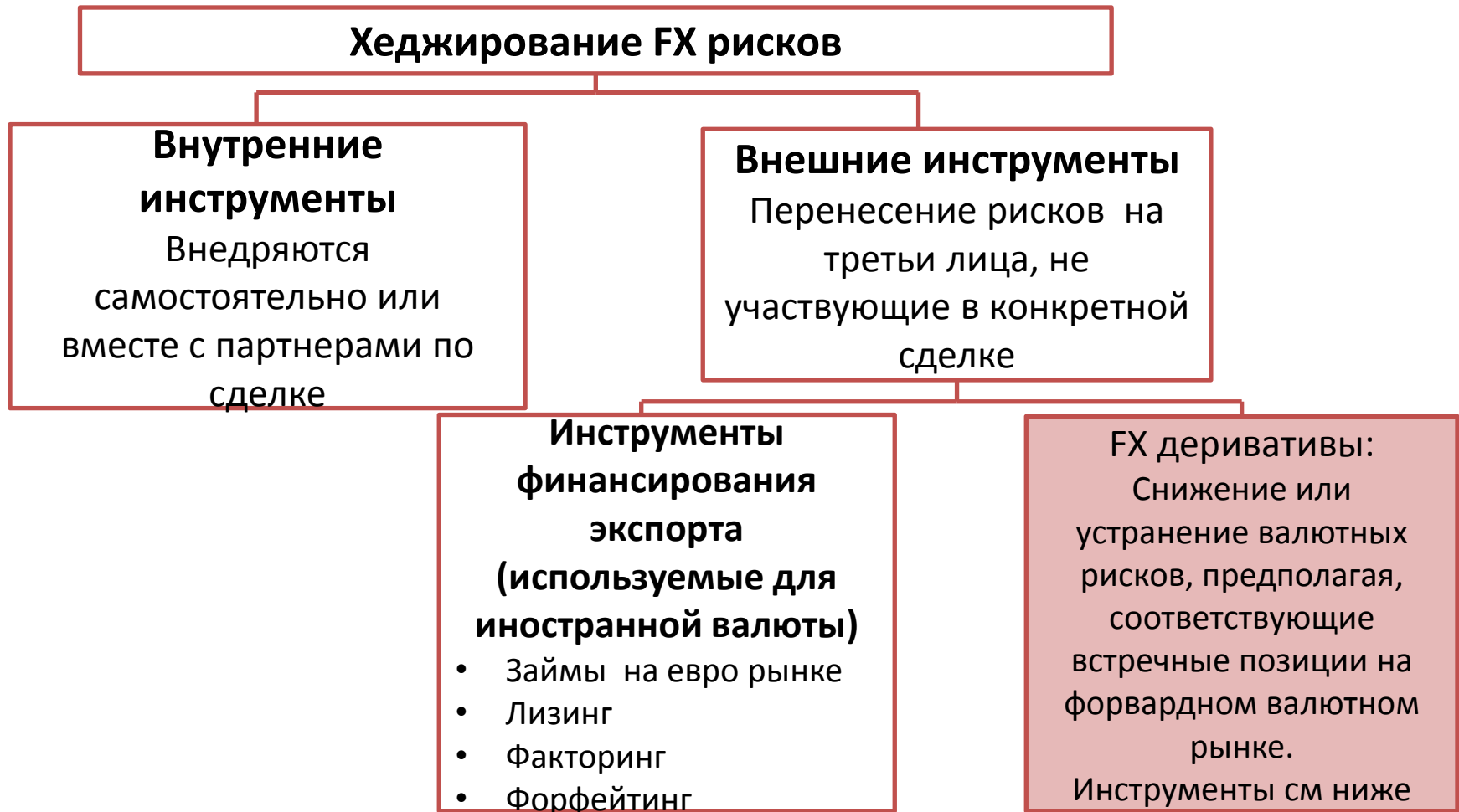
- Обменный курс определяется рынком, что является положительным с экономической точки зрения
- В то же время волатильность FX возросла; это предопределяет необходимость использования таких инструментов, как FX деривативы (фьючерсы, форварды, свопы, др.)
- Создание рынка таких инструментов – сложная задача

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

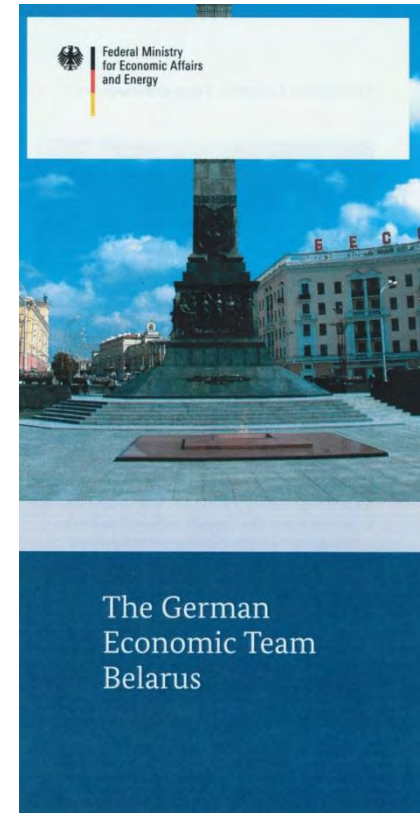
Schillerstr. 59, D-10627 Berlin

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 фьючерсы | 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)