Рысь Игорь Валерьевич. Формирование и развитие срочного валютного рынка России : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2004 170 c. РГБ ОД, 61:04-8/3354

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ СРОЧНОГО ВАЛЮТНОГО РЫНКА 10

1.1. Теории срочного валютного рынка 10

1.2. Эволюция мирового срочного валютного рынка 30

1.3. Современное состояние и тенденции развития мирового срочного рынка 42

ГЛАВА 2. СРОЧНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК РОССИИ 54

2.1. Эволюция и современное состояние российского срочного валютного рынка

2.2. Механизмы формирования ценовых характеристик рынка 73

2.3. Особенности формирования объемных характеристик рынка 92

ГЛАВА 3. НАПРАВЛЕНИЯ ДАЛЬНЕЙШЕГО РАЗВИТИЯ СРОЧНОГО ВАЛЮТНОГО

РЫНКА В РОССИИ 109

3.1. Сценарии развития российского срочного валютного рынка 109

3.2. Возможные направления государственного регулирования срочного рынка 122

3.3. Стратегии основных корпоративных участников срочного валютного рынка 138

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 155

Список ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ 163

ПРИЛОЖЕНИЕ 168

**Введение к работе**

Актуальность темы диссертационного исследования обусловлена растущей значимостью срочного валютного рынка в функционировании современных экономических систем. В условиях глобализации мировой экономики одним из важнейших источников ее нестабильности становится валютный риск. Поэтому необходимым условием стабильного развития экономической системы является применение разнообразных эффективных инструментов страхования риска неблагоприятного изменения валютного курса, доступных всем категориям субъектов экономической деятельности.

В современной мировой практике основным инструментом страхования валютных рисков являются срочные валютные контракты, позволяющие зафиксировать курс совершения конверсионных валютных сделок в будущем и обеспечивающие предсказуемость движения денежных потоков. Благодаря простоте, универсальности и гибкости рынок срочных валютных контрактов (срочный валютный рынок) стал одним из ключевых сегментов мировой финансовой системы. Его обороты на протяжении последних лет устойчиво превышают обороты рынка текущих валютных операций.

Наряду со страхованием валютных рисков срочные контракты используются для осуществления спекулятивных и арбитражных операций. Заключение срочных контрактов стало элементом ряда; стандартных финансовых схем. Поэтому отсутствие или неэффективное функционирование национального срочного рынка резко снижают привлекательность национальной экономики для ряда категорий нерезидентов.

Острота тематики настоящей работы обусловлена ограниченным развитием срочного валютного рынка России. Финансовый кризис 1998 г. привел к прекращению операций на всех сегментах срочного рынка и разрушению ряда элементов инфраструктуры срочного рынка. Восстановление рынка сопряжено с рядом трудностей, обусловленных утратой: доверия к срочным контрактам со стороны участников рынка. Поэтому спектр инструментов рынка до сих пор узок, обороты торгов срочными валютными контрактами несопоставимы с оборотами текущего валютного рынка. Неполно национальное финансовое законодательство, регулирующее операции со срочными контрактами.

Формирование эффективно функционирующего срочного валютного рынка в этих условиях требует согласованных и последовательных действий участников рынка и регулирующих органов. От действенности программ развития российского срочного рынка, реализуемых заинтересованными сторонами, зависит конкурентоспособность финансовой системы России и российской экономики в целом в долгосрочной перспективе. Таким образом, актуальность исследования исторической эволюции, современного состояния и перспектив развития срочного валютного рынка России обусловлена необходимостью: выявления специфической роли срочного валютного рынка в современных экономических системах; количественной оценки механизмов функционирования российского рынка срочных валютных контрактов; выявления основных факторов, определяющих возможные направления развития российского срочного рынка; определения направлений воздействия участников рынка и регулирующих органов на развитие рынка и оценка их эффективности.

Степень научной разработки проблем функционирования срочного валютного рынка определяется высокой практической востребованностью этих исследований. В работах зарубежных авторов представлен глубокий и многосторонний анализ многих аспектов данной проблемы применительно к экономическим системам стран с развитой рыночной экономикой: деятельность отдельных участников срочного валютного рынка, механизмы его функционирования, государственное регулирование рынка, его взаимодействие с другими сегментами национальной экономики. В исследованиях отечестаенных экономистов наиболее полно представлен анализ деятельности отдельных участников и механизмов ценообразования на российском срочном рынке. Анализ макроэкономических механизмов функционирования российского срочного валютного рынка и его связей с другими сегментами рынка в большинстве исследований остается без внимания или подменяется механическим переносом концепций и моделей зарубежных экономистов в российскую практику.

В связи с этим представляется необходимым исследование российского срочного валютного рынка, основанное на принципах системного анализа. Такое исследование, содержащее анализ всех механизмов функционирования срочного валютного рынка в их органическом единстве, позволяет выявить специфические особенности российского срочного валютного рынка и определить основные направления его развития, соответствующие приоритетам государственной экономической политики и индивидуальной финансовой; тактики участников рынка.

В качестве объекта исследования в данной работе выступает комплекс отношений, связанных с обменом валютными ценностями между участниками финансового рынка на условиях отсроченной поставки. Предметом исследования являются тенденции' развития срочного валютного рынка, механизмы формирования его ценовых и объемных показателей, а также методы государственного и корпоративного регулирования срочного валютного рынка.

Основные цели диссертационного исследования заключаются в исследовании теоретических проблем- срочного рынка; определении; закономерностей і эволюции мирового срочного рынка; выявлении характерных особенностей функционирования российского срочного валютного рынка; разработке целостной концепции развития срочного валютного рынка в России.

Исходя из целей диссертационного исследования, автором поставлены следующие задачи: разработать теоретическую модель функционирования срочного рынка, основанную на обобщении существующих моделей, предназначенных для решения частных задач теоретического моделирования; выявить основные тенденции развития мирового срочного валютного рынка и факторы, определяющие характер этого развития; определить характерные черты эволюции срочного валютного рынка России и причины различий в эволюции мирового и российского рынков; разработать формализованные количественные модели формирования основных ценовых характеристик срочного валютного рынка России; определить возможные направления дальнейшего развития срочного валютного рынка России для повышения эффективности его функционирования;

Методологической и теоретической основой исследования стали принципы системного анализа и математической логики, концепции рыночного равновесия и рационального поведения рыночных субъектов. При проведении исследования использовались общенаучные методы: индуктивный и дедуктивный анализ, классификация и группировка, исторический и экономико-статистический методы. Сочетание различных методов позволяет обеспечить необходимую степень глубины и универсальности исследования, обоснованность его выводов.

В основе исследования срочного валютного рынка лежат работы западных экономистов, посвященные теоретическому осмыслению срочной торговли, макроэкономическим механизмам срочного рынка и его взаимосвязи с другими сегментами национальной экономики, а также методам оптимизации операций со срочными валютными контрактами: Е. Бриса, Б. Вильямса, Р. Винса, Р. Вэйтилингэма, Н. Кавалла, Дж. Кейнса, С. Маккензи, Д. Мэрфи, X. Парри, М. Фицжерапьда, А. Хебста, А. Хикса. Кроме того, в работе использовались исследования ведущих российских специалистов в области функционирования финансовых рынков: А. Буренина, В. Галанова, А. Захарова, О. Кандинской, Г. Лушина, О. Овчинникова, Г. Салыча, В. Слепова, А. Фельдмана и других.

Эмпирическую основу исследования составили; законодательные акты Российской Федерации, ведомственные нормативные документы Министерства финансов Российской Федерации и Банка России, определяющие порядок осуществления операций со срочными контрактами; - внутренние нормативные документы ведущих российских организаторов торгов срочными г валютными контрактами (правила, торгов, спецификации контрактов и другие); статистические и аналитические материалы органов государственной власти Российской Федерации (Центрального Банка, Министерства финансов, Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг), зарубежных государств (Комиссии по срочной торговле активами і США), а также международных валютно-финансовых организаций (Банка международных расчетов); публикации в специальной периодической печати России и зарубежных государств.

Научная новизна работы заключается в следующем: обобщены и систематизированы теоретические модели функционирования срочного валютного рынка, для каждой модели определена область эффективного применения; развит понятийный аппарат экономической теории в части срочного рынка: уточнены понятия «срочный рынок» и «срочный контракт», обоснована неправомерность отождествления: понятий «срочный контракт» и «производный финансовый инструмент»; выявлены закономерности эволюции мирового срочного валютного рынка и его взаимосвязи с другими сегментами мировой экономики; разработана авторская классификация форм срочных контрактов и сегментов срочного рынка определены экономические, политические и организационно-технические предпосылки, обусловившие специфический характер развития российского срочного валютного рынка; на основе обширных статистических данных разработаны модели ценообразования на российском срочном валютного рынке; выявлены факторы и определена степень их влияния на формирование объемных характеристик срочного валютного рынка России; разработана сценарная модель развития российского срочного валютного рынка в средне- и долгосрочной перспективе.

Практическая значимость работы состоит в разработке: моделей ценообразования на срочном валютном рынке, учитывающих специфику стран с переходной экономикой; методики оценки тесноты связей между ценовыми и объемными индикаторами финансового рынка на основании равномерного упрощения нейросетевых моделей; рекомендаций по государственному стимулированию развития срочного валютного рынка через непосредственное участие в торгах на рынке, а также информационную и налоговую поддержку участников и организаторов рынка; предложений по повышению привлекательности срочных операций для всех слоев потенциальных участников рынка, для организаторов торгов срочными контрактами и профессиональных посредников. предложений по совершенствованию российского финансового права, регламентирующего функционирование срочного рынка;

Апробация работы. Основные положения и выводы диссертационной работы использованы аналитическими отделами МПИ-Банка и Инвестиционного банка «Бэлком» для доработки стратегии торговли срочными валютными контрактами на российском финансовом рынке, в научно-исследовательских разработках Российской экономической академии им. Г.В. Плеханова и отражены в публикациях.

Рекомендации и предложения, представленные в диссертации, могут быть использованы Банком России, Министерством финансов РФ и Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг при регулировании срочного валютного рынка, а также российскими операторами срочного валютного рынка. Теоретические разработки автора могут быть использованы ВУЗами при преподавании дисциплин «Международные финансы», «Международные финансовые операции», «Банковское дело» и «Биржевое дело».

Публикации. Основные положения диссертации отражены в трех опубликованных работах общим объемом 1,9 п.л.

Логика и структура исследования. Логика исследования определяет структуру работы, которая состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы и приложений. Работа; общим объемом 166 страниц содержит 12 таблиц и 10 рисунков. В списке использованной литературы приведено 61 наименование.

В первой главе диссертационной работы исследуются проблемы теории и методологии анализа срочного валютного рынка. Особое внимание при анализе уделяется теоретическим моделям ценообразования на срочном валютном рынке. Кроме того, в этой главе исследуются закономерности эволюции мирового срочного валютного рынка, его текущее состояние и перспективы развития.

Вторая глава работы связана с исследованием специфики российского срочного валютного рынка. В ней анализируется историческая эволюция и современное состояние срочного валютного рынка России, особенности правовой и организационно-технической инфраструктуры рынка, а также осуществляется моделирование механизмов формирования ценовых и объемных характеристик срочного валютного рынка России.

В третьей главе оцениваются возможные направления дальнейшей эволюции российского срочного валютного рынка при реализации наиболее вероятных сценариев развития российской экономики. На основе этой оценки разрабатывается пакет инициатив по государственной и корпоративной политике совершенствования российского срочного валютного рынка.

## Теории срочного валютного рынка

Одним из структурообразующих элементов современной мировой экономики является механизм купли-продажи товаров, финансовых активов и, в особенности валют, с фактическим исполнением сделок по истечении определенного срока после их заключения. Сделки с отсроченным исполнением в современной практике обозначаются термином «срочные контракты», а рынок на котором они заключаются - «срочный рынок».

Термины «срочный рынок» и «срочные контракты» широко используются в современной экономической литературе. В условиях растущей роли срочных сделок в российской экономике эти сделки из предмета узкоспециальных исследований становятся одной из фундаментальных экономических категорий, так или иначе затрагиваемых во многих экономических исследованиях. В определенной мере это ведет к размыванию определений этих терминов. Зачастую в различных работах под одними терминами понимаются качественно различные явления. Поэтому в целях обеспечения однозначности и полноты исследования необходимо четко определить используемые в исследовании термины.

Основным источником неоднозначности при определении термина «срочные контракты» является отсутствие единого подхода к определению минимального срока исполнения сделки, дающего основания для отнесения сделки к категории срочных. Особенно значима данная проблема при товарных сделках, поскольку технические и географические особенности могут привести к существенным вариациям сроков физической поставки товара. В данном исследовании используется методика, принятая в российской биржевой?практике. К срочным сделкам относятся все сделки по которым распоряжение продавца на поставку товара (актива) отдается через 3 и более дней после заключения сделки. В то же время к срочным сделкам не относятся сделки, в которых задержка исполнения обязательств обусловлена техническими причинами (затраты времени на физическую поставку товара, оформление документов и т.д.).

Основываясь на вышесказанном, в рамках данной работы под понятием «срочный контракт» понимается сделка: купли-продажи, исполнение которой -осуществляется не менее чем через 3 дня после заключения сделки, если эта задержка не обусловлена организационными или техническими факторами, не зависящими от участников сделки.

В ряде работ понятие «срочный контракт» отождествляется с понятиями «производные финансовые инструменты» и «деривативы». Подобное отождествление представляется неправомерным. Ряд производных инструментов (в частности варранты и складские свидетельства) не носит срочного характера. Во многих случаях понятие «инструмент» подразумевает возможность вторичного обращения (переуступки прав по контракту), что несвойственно для ряда категорий срочных операций (форвардные контракты банков с клиентами, внебиржевые валютные свопы). Для предотвращения неоднозначности и двусмысленности в данной работе термины «производные финансовые инструменты» и «деривативы» не используются.

В современной экономической публицистике широко применяется подход, в соответствии с которым к срочному рынку относится вся совокупность отношений, связанных с совершением срочных сделок. Как представляется, подобный подход не вполне корректен методологически.

В рамках большинства существующих экономических теорий необходимыми характеристиками рынка выступают наличие организационно оформленного механизма, обслуживающего и регулирующего отношения по купле и продаже товара и действие закона., спроса и предложения. Организационный механизм рынка состоит в единстве места, времени; средств коммуникации и базовых принципов совершения сделок продавцами: и покупателями. При этом в соответствии с современными экономическими теориями закон спроса и предложения сводится к жестко детерминированному влиянию спроса и предложения на формирование цен на рынке. Механизмы влияния цен на уровень спроса и предложения; на различных исторических формах рынка могут существенно различаться.

## Эволюция и современное состояние российского срочного валютного рынка

В плановой экономике функции среднесрочного управления денежными и товарными потоками осуществляются планирующими органами. Соответственно не возникает предпосылок к развитию срочного рынка. Однако при осуществлении; резидентами государства с плановой экономикой операций на внешних рынках срочные контракты могут использоваться.

Уже в 80-х гг. прошлого века форвардные и фьючерсные сделки использовались в практике советских внешнеэкономических организаций1. Когда в начале 90-х гг. либерализация: российского экономического законодательства привела к формированию национального срочного рынка, практический опыт этих организаций, а также сложившиеся технологические процедуры оказывали некоторое воздействие на практику внутренних срочных сделок. Однако в основе российского срочного рынка лежит методологическая, организационно-правовая и техническая база западного срочного рынка. Подобные заимствования позволили в минимальные сроки создать сравнительно цельную систему отношений по срочной купле-продаже товарных и финансовых активов. Это способствовало стремительному росту российского срочного рынка на первых этапах его развития. Однако эклектичность и недостаточно полное отображение специфики российской экономики привели к снижению стабильности и устойчивости срочного рынка в связи с низкой степенью его интегрированности в экономические процессы в целом. Кроме того, механическое заимствование отдельных форм организации срочного рынка привело к возникновению ряда: неэффективных, и потенциально неустойчивых механизмов срочной торговли.

В развитии российского срочного рынка в целом, в т.ч. его валютного сегмента, возможно выделить три основных этапа. Для этапа формирования российского срочного рынка (1991-1995 гг.) характерны децентрализация рынка, неполнота правовой и организационно-технической базы рынка, активное использование квазибиржевых инструментов. Этап предкризисной стабилизации (1996-1998 гг.) характеризуется концентрацией торгов на нескольких центральных площадках и доминировании ограниченного числа контрактов в структуре оборотов рынка. На этапе послекризисного восстановления рынка (1999-2000 гг.) формируются новые формы и методы организации торговли. срочными контрактами, адаптированные к специфике российской экономики и ориентированные на минимизацию рисков. Этап интенсивного развития срочного рынка (2001-2004 гг.) характеризуется стабилизацией организационной инфраструктуры рынка, растущая роль хеджеров и арбитражеров, снижение волатильности ценовых характеристик рынка.

Как и другие сегменты финансового рынка России, срочный рынок начинал развиваться в условиях неполноты и противоречивости нормативной базы, отсутствия сложившейся инфраструктуры рынка и рыночных стандартов. Востребованность срочных контрактов со стороны реального сектора экономики была ограничена, вследствие чего большинство секторов срочного рынка носили спекулятивный характер. Развитие рынка было по преимуществу экстенсивным: росло число бирж и иных элементов рыночной инфраструктуры, к операциям на срочном рынке привлекались новые участники, расширялся спектр торгуемых инструментов.

Основными биржевыми торговыми площадками на первом этапе развития российского срочного рынка. являлись Российская товарно-сырьевая биржа (РТСБ) и Московская центральная фондовая биржа; (МЦФБ). Операции с фьючерсными контрактами на РТСБ начались в октябре 1993 г., на МЦФБ - в мае 1994 года. Срочные контракты, обращающиеся на этих биржах, во многом отличались от используемых в мировой практике. Наряду с контрактами на цену драгоценных металлов, курсы иностранных валют и ценных бумаг на рынке обращались такие специфические контракты, как фьючерсы на итоги аукционов по первичному размещению ГКО и результаты президентских выборов. Срочность обращающихся контрактов была ограничена.

class3 **НАПРАВЛЕНИЯ ДАЛЬНЕЙШЕГО РАЗВИТИЯ СРОЧНОГО ВАЛЮТНОГО**

**РЫНКА В РОССИИ** class3

## Сценарии развития российского срочного валютного рынка

Формирование срочного валютного рынка России не завершено. Отсутствует ряд важнейших элементов правовой и организационно-технической инфраструктуры рынка, круг участников рынка узок, механизмы ценообразования на рынке нестационарны. Структура внешней торговли России, определяющая ситуацию на текущем валютном рынка, неустойчива, что ограничивает возможности формирования стабильной структуры участников рынка. По мере интеграции России в мировую экономику, развития инфраструктуры рынка, и формирования устойчивых приоритетов участников рынка, сложившиеся к началу XXI века закономерности функционирования рынка могут претерпеть существенные изменения.

В рамках данного исследования при оценке перспектив развития российской экономики в целом используются результаты сценарного моделирования, представленные в докладе Министерства экономического развития и торговли России (далее МЭРТ) «Сценарные условия экономического развития Российской Федерации на 2004 год и на период до 2006 года». В данном докладе в качестве структурообразующих факторов, определяющих развитие российской экономики, используются показатели конъюнктуры мирового рынка основных товаров сырьевого экспорта России, прежде всего нефти, и степень реализации правительственной: программы структурных реформ российской экономики (развитие обрабатывающих отраслей, в особенности высокотехнологичных; техническое перевооружение промышленности; стимулирование импортозамещения). Основные сценарии развития российской экономики в 2004-2006 гг. представлены в таблице 12.

Для всех сценариев, кроме критического, характерна активизация внешнеторговых операций, хотя структура этих операций различается весьма значительно.

Во всех сценариях одним из приоритетов политики Банка России является: обеспечение того, «чтобы в благоприятные для платежного баланса годы темпы роста реального курса рубля не превышали роста производительности, а в случае временного ослабления платежного баланса не допускать значительной девальвации рубля». Сокращение диапазона колебаний курса, повышение его определенности и предсказуемости при сохранении тенденций, наблюдавшихся на российском срочном валютном рынке в последние годы, должны способствовать увеличению оборотов срочного валютного рынка. Поэтому независимо от конкретного сценария развития событий в 2004-2006 гг. можно ожидать заметного роста активности?спекулянтов и арбитражеров на срочном валютном рынке и выхода на рынок новых участников. Реализация же конкретных сценариев будет определять степень роста оборотов рынка, механизмы ценообразования на рынке, структуру участников рынка и состав обращающихся на нем контрактов.

В соответствии с данными сценарного анализа основным; фактором, влияющим на формирование динамики валютного курса, является уровень экспортной выручки. Этот показатель, в свою очередь, определяется прежде всего уровнем цен на мировом рынке энергоносителей.

При высоких ценах на мировом рынке энергоносителей (сценарии 2а, 26 и 2К) создаются благоприятные условия для дальнейшего укрепления реального курса рубля к основным мировым валютам. При: соблюдении заданных в правительственной программе инфляционных ориентиров (от 7,5 до 15% годовых), устойчиво превышающих уровень инфляции в странах с развитыми рынками, рост реального курса рубля проявляется в ограниченном увеличении номинального курса рубля. Только при наиболее неблагоприятном развитии ситуации (сценарий 2К), подразумевающем усиление оттока частного капитала за пределы страны и свертывание иностранных инвестиций в экономику России, темпы роста реального курса рубля будут слабы, что может проявиться в снижении номинального курса рубля (в пределах 0,5% в месяц).

Интенсивный рост реального курса рубля при реализации одного из сценариев данной группы приводит к ограниченному снижению ценовой конкурентоспособности российской промышленности. Вызванное этим сокращение экспорта несырьевых товаров в сочетании с ростом импорта приводит к коренной перестройке состава участников и структуры российского срочного валютного рынка. В условиях устойчивого укрепления курса рубля заинтересованность импортеров в хеджировании валютных рисков невелика. Основным источником развития срочного валютного рынка при реализации сценариев 2а, 26 и 2К становятся операции. экспортеров, страхующих себя от непредсказуемого укрепления рубля. Поскольку объем операций мелких и средних несырьевых экспортеров при реализации данных сценариев снижается, потенциал развития срочного валютного рынка ограничен. Представляется вероятным некоторое сокращение; операций хеджеров на срочном валютном рынке. Лишь в случае последовательной: реализации программы структурной перестройки экономики (вариант 26) возможно расширение рынка за счет операций хеджеров. С одной стороны, развитие инфраструктуры финансового рынка способствует снижению затрат времени и- финансовых ресурсов на операции по хеджированию. С другой стороны, одним из приоритетов данной программы является развитие несырьевых отраслей, в т.ч. экспортно-ориентированных, что в среднесрочной перспективе ведет к расширению спроса на срочные валютные контракты со стороны хеджеров-экспортеров.