

Жагыпарова А.О., Искаков Б.М.

**Возможности развития  
Казахстанского рынка  
производных финансовых  
инструментов**

В научной статье предлагается аналитический обзор современного состояния казахстанского рынка производных финансовых инструментов, основанный на теоретических и практических исследованиях его соответствия мировым стандартам и деятельности данного сектора в ведущих развитых странах. Авторы в процессе написания данной статьи исследовали деятельность Национального банка РК, который участвует в операциях с производными финансовыми инструментами для торговой деятельности. При этом основной упор делается на то, что функционирование производных финансовых инструментов в своей основе органично взаимосвязано с операциями по традиционным продуктам-инструментам. На многие постановочные и проблемные моменты, связанные с слабостью и неполнотой развития и деятельности казахстанского рынка производных финансовых инструментов, авторы в своей статье дают предположительные ответы и рекомендации. Излагают свои суждения исходя из сравнительного анализа развития рынков производных финансовых инструментов как в Казахстане, так и в России, и в других странах. Свои предложения по дальнейшему развитию и усилению казахстанского рынка производных финансовых инструментов обосновывают мировым опытом.

**Ключевые слова:** производные финансовые инструменты, финансовые активы и обязательства, казахстанский рынок финансовых инструментов, мировой финансовый рынок, валютный форвард, валютный фьючерс.

Zhagyparova A.O., Iskakov B.M.

**The possibility of development  
of the Kazakhstan market of  
derivative financial instruments**

In the scientific article the state-of-the-art review of a current state of the Kazakhstan market of derivative financial instruments based on theoretical and practical researches of its compliance to the international standards and activity of this sector in the leading developed countries is offered. The authors in the course of writing of this article investigated activity of National Bank of Kazakhstan which participates in operations with derivative financial instruments for trade activity. At the same time it is focused on the fact that functioning of derivative financial instruments in the basis is organically interconnected with operations on traditional products tools. To derivative financial instruments the fact that at approach of term of their execution it is equally admissible to enable the valid realization of the values which are in a contract basis is characteristic or to give the repayment of obligations is right focused on modern market prices. On many production and problem points connected with weakness and incompleteness of development and activity of the Kazakhstan market of derivative financial instruments the author in the article gives presumable answers and recommendations. The author states the judgments proceeding from the comparative analysis of development of the markets of derivative financial instruments, both in Kazakhstan, and in Russia, and in other countries. Proves the offers on further development and strengthening of the Kazakhstan market of derivative financial instruments by international experience.

**Key words:** derivative financial instruments, financial assets and liabilities, the Kazakhstan market of financial instruments, the global financial ryynok, currency forward, currency futures.

Жагыпарова А.О., Искаков Б.М.

**Туынды қаржы құралдарының  
қазақстандық нарығында  
даму мүмкіндіктері**

Ғылыми мақалада алдыңғы қатарлы шетел мемлекеттерінің мысалы мен дүниежүзілік стандарттарға сәйкес теориялық және тәжірибелік зерттеулерге негізделген қазақстандық туынды қаржылық құралдар нарығының қазіргі жағдайына талдау ұсынылып отыр. Авторлар берілген мақаланы жазу кезінде сауда қызметі үшін туынды қаржылық құралдармен операцияларға қатысатын ҚР Ұлттық банкі қызметін зерттеді. Сонымен қатар, басты назар туынды қаржылық құралдардың қызмет етуі дәстүрлі өнім-құралдар операцияларымен байланыстылығына аударылды. Туынды қаржылық құралдарға келесілер тән: олардың орындалу уақыты келгенде келісім-шарт негізіндегі құндылықтарды немесе ағымдағы нарықтық бағаға бағытталған міндет-құқықтарын нақты өтеуі қажет. Авторлар Қазақстандағы, Ресейдегі және тағы басқа мемлекеттердегі туынды қаржылық құралдардың дамуын салыстырмалы талдау жасау негізінде өз пікірін білдірді.

**Түйін сөздер:** туынды қаржы құралдары, қаржы активтері мен міндеттері, қаржы туындыларының қазақстандық нарығы, әлемдік қаржы нарығы, валюталық форвард, валюталық фьючерс.

**ВОЗМОЖНОСТИ  
РАЗВИТИЯ  
КАЗАХСТАНСКОГО  
РЫНКА ПРОИЗВОДНЫХ  
ФИНАНСОВЫХ  
ИНСТРУМЕНТОВ**

Рынок производных финансовых инструментов в Республике Казахстан до сих пор еще находится на стадии становления и медленного развития, характеризуемой появлением первых продуктов, таких как форварды, свопы, опционы доллар/тенге и т.д., при низкой ликвидности и отсутствии активных участников рынка.

В процессе своей деятельности Национальный банк РК участвует в операциях с производными финансовыми инструментами для торговой деятельности. Как известно, производные финансовые инструменты основываются на фундаментальных финансовых отношениях (кредите, займе, акции и т.п.), дополняют и развивают их. Функционирование производных финансовых инструментов в своей основе органично взаимосвязано с операциями по традиционным продуктам-инструментам. Производным финансовым инструментам характерно то, что при наступлении срока их исполнения в равной мере допустимо осуществить действительную реализацию ценностей, находящихся в основе договора либо привести погашение обязательств-прав, ориентированное на современные рыночные цены. Рациональность современных решений выражается и в том, что участникам операций не требуется выступать в двойной роли: или как деятель на реальном (кассовом, наличном) рынке, или как деятель на срочном рынке [1, с. 41].

В конце 2010 года Казахстанская фондовая биржа впервые запустила торги деривативами – фьючерсом на курс доллара США к тенге и на индекс акций самой биржи. В условиях дефицита классического инструментария – акций и облигаций – производные инструменты были призваны поддержать текущие потребности инвесторов во вложениях. Производный инструмент «упаковывает» в себя некий базовый актив – ценную бумагу, товар, валюту – и в зависимости от движения цены базового актива инвестор может строить инвестиционные и спекулятивные стратегии, извлекая дополнительный доход.

Время показало, что казахстанские инвесторы не воспользовались новым выгодным предложением. В 2011 году объем сделок по фьючерсам на курс доллара США к тенге составил всего 20 млн. долларов. По фьючерсам на индекс KASE в 2012 году сделок не было вовсе [2, с. 544].

Характерно для современного состояния казахстанского рынка финансовых деривативов их отсутствие в требованиях к региональным и местным органам управления, а в таких статьях, как требования к небанковским финансовым организациям, требования к государственным нефинансовым организациям, требования к негосударственным нефинансовым организациям финансовые деривативы имеют совсем незначительный удельный вес – порядка 0,06–0,07%.

Основные проблемы развития рынка производных финансовых инструментов были выявлены в последние годы, к ним относятся:

- препятствия законодательного, юридического характера;
- отсутствие регламентации должного внимания к данной проблеме со стороны регуляторов;
- проблемы налоговые (в частности на невозможность сальдировать доходы и расходы при проведении деривативных операций, например по опционам, и искажение налогооблагаемой базы, сопряженное с проведением многих сделок);
- проблемы отражения операций в бухгалтерском учете.

Без решения этих ключевых проблем с помощью государства дальнейшее развитие профессионального и ликвидного рынка производных финансовых инструментов невозможно. Препятствия в виде отсутствия торговых площадок, технологий, правил, стандартов и терминологии носят существенно менее критический характер, чем вышеназванные проблемы, и, в общем-то, преодолимы в ближайшие годы, так как их устранение зависит только от самого профессионального сообщества.

Главная проблема столь слабых результатов деятельности рынка производных финансовых инструментов – это регуляторные препоны, которые были сразу же созданы. Существующая нормативная база по срочному рынку более приемлема для активно работающего спот- и срочного рынков, нежели для рынка в начальной стадии развития, когда для повышения к нему интереса следует, по логике, напротив, «смягчить» условия входа и деятельности.

На отсутствие ликвидности накладывает ряд технических моментов. В первую очередь, не работает институт маркетмейкеров. Поскольку задача маркетмейкера – поддерживать ликвидность рынка за счет выставления двусторонних котировок на покупку и продажу, у него должна быть возможность для хеджирования собственных рисков и перекрытия открытых

позиций. В противном случае брокеру будет тяжело управлять этим инструментом. Он должен стать либо крупным банком с огромным объемом ликвидности, чтобы откупать с рынка все продаваемые ему объемы, либо выставлять цены, которые не будут интересны рынку. На сегодняшний день брокеры, желающие стать маркетмейкерами по фьючерсам, должны самостоятельно искать варианты хеджирования собственных рисков, а поскольку вариантов практически нет, то и желающих нести такую ношу тоже.

На текущий момент на фондовом рынке отсутствует возможность осуществления «коротких» продаж, что порождает высокие риски для потенциальных маркетмейкеров ввиду невозможности использования спот-рынка для хеджирования позиций по котировкам спроса на рынке производных финансовых инструментов [3, с.23].

Другой важной причиной, почему отсутствуют обороты по фьючерсу на индекс KASE, является слабая ликвидность по базовому активу – акциям, входящим в список данного индекса. На сегодняшний день индекс включает в себя лишь 7 акций (именно столько бумаг являются на данный момент по-настоящему ликвидными и могут входить в индекс). Это – акции трех крупных банков (БЦК, Народного банка Казахстана, Казкоммерцбанка), трех сырьевых компаний, а также национального оператора связи Казахтелекома. Для сравнения, российский индекс ММВБ состоит из 30 наиболее ликвидных акций крупнейших российских эмитентов, а индекс Варшавской фондовой биржи включает в себя 20 крупнейших по капитализации компаний Польши из различных секторов экономики.

Слабая количественная и отраслевая диверсификация индекса KASE делают движения индекса полностью зависимыми от ситуации на банковском и сырьевом рынках, то есть вполне прогнозируемыми. К тому же слабая репрезентативность индекса приводит к тому, что индекс можно шатнуть одной крупной сделкой, утверждают участники рынка. Отсутствие нормального базового рынка ведет к перекосам на бумажном рынке, проще говоря, к казино. Если в день по акциям проходят две-три договорные сделки, невозможно получить нормальную расчетную цену фьючерса.

Что касается новых срочных инструментов (деривативов) казахстанского рынка конверсионных операций, которые могут быть востребованы

рынком в ближайшие годы, приоритетными финансовыми инструментами надо считать, по нашему мнению:

- валютные форварды (FX outright), торгуемые на внутреннем рынке;
- валютные опционы – FX (Currency) Options;
- расчетные форварды (NDS) для юридических лиц – клиентов;
- валютный дилинг между форвардными датами – Forward/Forward swaps (spread);
- кросс – валютные свопы (Cross currency swaps).

Финансовые инструменты срочного денежного рынка (процентные деривативы), являясь более сложными по своей природе и способам обращения, даже на мировых рынках относятся к разряду сложных инструментов финансового инжиниринга, позволяя банкам и корпорациям страховать проценты риска. Интересен опыт с данными инструментами на глобальных рынках. По данным Банка международных расчетов, средний дневной оборот процентными деривативами в 2014 г. составлял в мире свыше 5 трлн. дол. США (таблица 1).

**Таблица 1** – Средний дневной оборот рынка процентных деривативов в мире (2014 год)

Инструмент	Дневной оборот, млрд. дол.	Доля в процентах
Внебиржевые инструменты,	1025	18,5
Из них:		
Сделки FRA	233	4,2
Процентные свопы	621	11,2
Процентные опционы	171	3,1
Биржевые инструменты (процентные фьючерсы и опционы)	4521	81,5
Всего	5546	100
Примечание – Составлено авторами на основе данных НБ РК.		

Подавляющее большинство сделок межбанковского кредитования заключается на условиях однодневных кредитов, среди которых наиболее распространенным является, конечно, кредит типа «овернайт». На казахстанском рынке можно встретить сделки на месяц и даже 3 месяца, но практи-

чески отсутствуют сделки на срок свыше полугода. Это еще раз подчеркивает краткосрочный характер казахстанского денежного рынка, вызванный, с одной стороны, достаточно короткими пассивами банков, а с другой стороны, ощущаемыми кредитными рисками банков – заемщиков (таблица 2).

**Таблица 2** – Сроки (maturity) срочных сделок (деривативов) с процентными инструментами, заключаемых казахстанскими банками

Сроки	Доля в процентах
Менее 7 дней	13,1
7 дней – 1 месяц	9,4
1–3 месяцев	10,6
3–6 месяцев	3,1
6–12 месяцев	14,4
Более 12 месяцев	49,4
Итого	100
Примечание – Составлено авторами на основе данных НБ РК.	

Следует признать, что аналогичную ситуацию можно встретить и на глобальных денежных рынках (например, на Лондонском рынке), когда значительную долю оборота занимают краткосрочные сделки (на срок до 3 месяцев).

Сроки (процентные периоды), которые фигурируют в этих инструментах, распределены по различным периодам весьма неравномерно. Большинство сделок (почти 64%) заключается со сроками свыше полугода, что вполне естест-

венно, когда говорят о страховании процентных рисков по инструментам, имеющим достаточно длинные сроки до погашения (такие, как синдицированные кредиты, выпуски долговых ценных бумаг и другие) [4, с. 8].

Цели, которыми руководствуются или могут потенциально руководствоваться в будущем казахстанские банки при принятии решений о заключении сделок с процентными деривативами, представлены в таблице 3.

**Таблица 3** – Цели, которыми руководствуются казахстанские банки при принятии решений о заключении сделок с процентными деривативами

Цели	Доля в процентах
Хеджирование процентных рисков (закрытие позиций в других инструментах)	36,9
Получение прибыли (трейдинг или спекуляции)	28,9
Регулирование ликвидности банка	24,2
Другие (выполнение заявок клиентов)	10,0
Итого	100
Примечание – Составлено авторами	

Хеджирование процентного риска заняло первое место в списке целеполагания при заключении сделок, что абсолютно естественно.

Анализ вопроса о трансграничных сделках с процентными деривативами позволяет сделать следующие выводы: во-первых, только пятая часть казахстанских банков работает с нерезидентами, во-вторых, большая часть сделок заключается с ними в иностранной валюте (долларах США) [4, с. 10].

Что касается фьючерсов на курс доллара США к тенге, то основной причиной слабого оборота является достаточно развитый внебиржевой рынок производных финансовых инструментов по паре доллар США к тенге, объясняют специалисты Казахстанской фондовой биржи. В дополнение можно отметить низкий спекулятивный интерес банковских организаций к национальной валюте ввиду стабильности ее курса.

Это происходит несмотря на то, что срочный рынок, как минимум, предоставляет инструменты хеджирования валютных рисков экспортерам и импортерам и снижает спекулятивные риски спекулянтам базового актива. А как максимум, на различных спекулятивных стратегиях

и арбитраже фьючерсами можно заработать. Однако казахстанские экспортеры и импортеры либо не пользуются возможностями срочного рынка, либо страхуют свои риски на более ликвидных площадках, что хотя экономически и оправданно, но не способствует развитию собственного рынка. Слаборазвитая спекулятивная составляющая – итог того, что институциональных инвесторов за нее не поощряют, а остальные инвесторы погоды на этом рынке не делают.

Со своей стороны брокерские компании как торговые посредники считают, что производные инструменты на валюту не будут работать до тех пор, пока не будет выстроен конкурентный валютный рынок. Идея фьючерса на валюту должна работать при условии наличия базового рынка: должны быть рыночные условия купли-продажи валюты и доступ к рынку должны иметь все желающие. Источником валюты у нас являются экспортеры. Согласно законодательству они продают валютную выручку Национальному банку РК. При этом обслуживающий их банк дает им свой внутренний курс, а на бирже продает валюту дороже. Как следствие, импортеры покупают у банка валюту по завышенной стоимости.

Несмотря на имеющиеся проблемы, участники рынка позитивно оценивают перспективы дальнейшего развития рынка финансовых производных, в первую очередь за счет инициатив, которые продвигает сам рынок. В частности, брокеры неоднократно обращались к регулятору для получения официального разрешения проведения «коротких продаж» и намерены и дальше лоббировать решение этого вопроса в свою пользу.

Кроме того, в последующем Казахстанская фондовая биржа планирует запустить ряд новых инструментов: фьючерсы на отдельные акции индекса KASE, а также на дополнительные валютные пары, такие как евро/каз.тенге, евро/америк.доллар и росс.рубль/каз.тенге, но только при наличии маркетмейкеров. Для стимулирования интереса со стороны участников рынка биржа запланировала маркетинговые мероприятия по развитию отечественного рынка акций и деривативов, а именно работы по привлечению маркетмейкеров на условиях узких спредов, проведение обучающих семинаров и стимулирующих конкурсов для участников торгов и их клиентов, рекламные компании.

Анализ современного состояния рынка финансовых деривативов в Казахстане позволяет резюмировать главные выводы о текущем состоянии рынка финансовых деривативов, который является составной частью рынка производных финансовых инструментов:

На сегодняшний день срочный валютный рынок достаточно незрелый, доля срочных сделок по сравнению с кассовыми сделками существенно меньше, чем на развитых международных рынках, что свидетельствует о сравнительно низком использовании этого инструмента.

В структуре операций преобладают обычные форвардные сделки, FX outright (первое место) и сделки своп (второе место), что также отличается от мировой практики. По данным Банка международных расчетов за 2013 г., доля FX Swaps более чем в 4 раза превышает Forward Outrights.

Развитию рынка мешают сохраняющиеся проблемы законодательного характера (правовая неурегулированность срочных сделок), налоговые и бухгалтерские препятствия, проблемы информационного и квалификационного характера.

Тем не менее, рынок деривативов быстро растет, увеличивается клиентский спрос внутри страны и за рубежом (в том числе по причине роста волатильности курса тенге к отдельным валютам).

Развитию рынка производных финансовых инструментов в Казахстане, прежде всего, мешает отсутствие экономической основы, т.е. отсутствие объективного экономического интереса у субъектов казахстанской экономики. Наиболее активными участниками срочного рынка в настоящий момент являются спекулянты, а ведь основой срочного рынка должны быть операции по хеджированию рисков.

В Казахстане совершенно не развиты финансовые институты, традиционно являющиеся опорой срочного рынка в других странах, – страховые компании, различного вида фонды и т.д. Культура страхования рисков у казахстанских фирм практически отсутствует. Однако не менее существенные причины недостаточного развития срочного рынка лежат в области несовершенства законодательства и регулирования.

Казахстанское налоговое законодательство до сих пор не имеет четкой концепции налогообложения производных финансовых инструментов. Действующие нормы законодательства устанавливают порядок налогообложения отдельных видов финансовых инструментов – фьючерсов, опционов и форвардных контрактов, но более сложные финансовые операции остаются не востребованными, так как специальные правила налогообложения для них не установлены. В их отсутствие казахстанские налоговые органы применяют общие правила налогового законодательства, не учитывающие специфику данных операций [5, с.48].

Первичный рынок является наиболее интересным, слабо регулируемым и быстроразвивающимся сектором финансового рынка. Инструменты, используемые на первичном рынке, кроме участия в операциях, преумножающих капитал, призваны увеличивать скорость оборота финансовых вложений, страховать ответственность и риски участников. Таких целей очень трудно достичь при больших сроках банковских расчетов, жестком контроле со стороны государства над операциями участников, высоком налоговом бремени (когда налогом облагается каждая сделка), значительных трудностях (из-за длительности сроков) привлечения к ответственности участников рынка. До кардинального изменения экономической и политической ситуации в нашей стране срочный рынок не имеет больших перспектив развития.

Нестабильность ситуации на мировых финансовых рынках оказала свое влияние на развитие казахстанского фондового рынка и рынка производных финансовых инструментов. Ин-

весторами были переоценены основные факторы уязвимости Казахстана, в частности: уровень внешнего долга страны, сопоставимый по размеру с ВВП; высокая доля банков в структуре внешнего долга, а также доля обязательств перед нерезидентами в совокупных обязательствах банков; расширение дефицита баланса счета текущих операций; высокая потенциальная нагрузка на золотовалютные резервы Национального Банка в случае возникновения дисбаланса между спросом и предложением иностранной валюты на внутреннем валютном рынке в условиях сокращения притока капитала.

Несмотря на указанные выше проблемы, именно сейчас наступил оптимальный момент для выхода отечественных компаний на фондовый рынок, учитывая возникшие сложности с банковским кредитованием и благоприятный режим, создаваемый государством в рамках реализации антикризисной программы.

В настоящее время рынок производных финансовых инструментов является одним из наиболее динамично развивающихся сегментов финансового рынка в мире.

Мощный импульс развитию валютного и фондового международных рынков дали такие факторы, как переход к плавающим валютным курсам, ослабление государственного регулирования в финансовой сфере, продолжающийся быстрый рост международной торговли товарами и услугами, достижение нового уровня в компьютерной и телекоммуникационной технологии и другие процессы. Инвестиционные операции стали действительно международными, а зарубежное инвестирование связано с повышенными рисками – риском изменения курса

валюты, риском роста или падения процентных ставок по вкладам, риском колебания курсов акций и т.п., следовательно, возникла потребность в развитии рынка производных финансовых инструментов, который бы обеспечивал страхование этих рисков.

Многообразие форм операций с производными финансовыми инструментами, постоянное совершенствование практики биржевой и внебиржевой торговли создают основу для эффективного функционирования рыночного механизма, сбалансирования рынка, снижения затрат на приобретение и реализацию продукции. Даже в условиях заметных колебаний рыночных цен операции с производными финансовыми инструментами позволяют фирмам планировать свои издержки и прибыль на достаточно большие периоды, разрабатывать стратегию развития компаний с регулируемым риском, гибко сочетать различные формы инвестиций, снижать свои расходы на финансирование торговых операций.

При нормальном уровне развития финансовой системы страны объем рынков производных инструментов значительно превышает объем рынков базовых активов. В Казахстане ситуация диаметрально противоположная – рынок производных финансовых инструментов находится в зачаточном состоянии. Среди причин недостаточного развития данного рынка обычно называют как недостаточное разнообразие ликвидных финансовых инструментов и отсутствие достаточного количества кредитоспособных участников финансового рынка, так и наличие нерыночных ограничений, таких как жесткий валютный контроль и негибкая налоговая система.

#### Литература

- 1 Забулонов А. Производные финансовые инструменты: теоретический подход с учетом реалий рынка // Вопросы экономики. – 2013 – №8 – С. 41-55.
- 2 Сафонова Т.Ф. Биржевая торговля производными финансовыми инструментами. – М.: Дело, 2000. – 544 с.
- 3 Вилкова, Т.Б. Роль производных инструментов на мировых финансовых рынках // Финансовый вестник: финансы, налоги, страхование, бухгалтерский учет. – 2012. – № 10. – С.23 – 30.
- 4 Рудько-Силиванов В.В. Коммерческие банки на рынке производных финансовых инструментов // Деньги и кредит. – 2004. – №7. – С. 8-10.
- 5 Селивановский А.П., Азимова Л.Н. Вопросы формирования законодательства о производных финансовых инструментах // Рынок ценных бумаг. – 2013. – №19. – С. 48-56.

#### References

- 1 Zabulonov A. Proizvodnye finansovyie instrumenty: teoreticheskij podhod s uchetom realij rynka // Voprosy jekonomiki. – 2013 – №8 – S. 41-55.
- 2 Safonova T.F. Birzhevaja torgovlja proizvodnymi finansovymi instrumentami. – M.: Delo, 2000. – 544 s.

- 3 Vilkova, T.B. Rol' proizvodnyh instrumentov na mirovyh finansovyh rynkah // Finansovyj vestnik: finansy, nalogi, strahovanie, buhgalterskij uchet. – 2012. – № 10. – S.23 – 30.
- 4 Rud'ko-Silivanov V.V. Kommercheskie banki na rynke proizvodnyh finansovyh instrumentov // Den'gi i kredit. – 2004. – №7. – S. 8-10.
- 5 Selivanovskij A.P., Azimova L.N. Voprosy formirovaniya zakonodatel'stva o proizvodnyh finansovyh instrumentah // Rynok cennyh bumag. – 2013. – №19. – S. 48-56.