Таблица 3

Годовой временной ресурс индивида на культурное развитие

Тип структуры личного времени	Число суток в году для данного типа структуры личного времени	Необходимое (нормированное) время, определяемое на культурное развитие в сутки, час.	Необходимое (нормированное) время, определяемое на культурное развитие в год, час.
1. Будние дни	230	1,5	345
2. Выходные и праздничные дни	107	3	321
3. Отпуск	28	3	84
Всего			750

Таким образом, табл. 3 позволяет дать оценку аргументу *Q* в формуле (2). Значения для определения остальных аргументов формулы (2) доступны из баз данных государственного статистического наблюдения.

Литература

1. *Долгин, А.Б.* Символический капитал и символические ценности / А.Б. Долгин // Манифест новой экономики: вторая невидимая рука рынка. – М., 2010.

2. *Долгин, А.Б.* Экономика символического обмена / А.Б. Долгин. – М., 2006.

3. Обзор технологий фиксированных сетей доступа, 2011 г. // Пресс-релиз компании J'son & Partners Consulting. – 2012. – 21 марта.

4. *Жукова, Н.В.* Индикаторы социального развития как инструмент социального программирования: зарубежный опыт / Н.В. Жукова // Социология: 4М. – 1993 – 1994. – № 3 – 4.

5. *Юрченко, Е.Е.* Оценка природно-рекреационного потенциала как фактора развития туризма на Украине – Харьков, 2008 / Е.Е. Юрченко. – URL: http://www.nbuv.gov.ua/Portal/Soc_Gum/VMSU/2008-01/08yueeyaae.htm.

УДК 336.76

Э.Ф. Халимуллин

Научный руководитель: доктор экономических наук, доцент И.А. Кох

ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА РУБЛЕВЫХ КРЕДИТНЫХ ДЕФОЛТНЫХ СВОПОВ В РОССИИ

Данная статья рассматривает перспективы создания рынка рублевых кредитных дефолтных свопов в Российской Федерации. В статье описаны преимущества рынка рублевых CDS, предложены дилеры рынка и регулятор, выявлены проблемы для создания этого рынка и возможные пути их решения.

Рублевые кредитные дефолтные свопы, облигации федерального займа, Центральный банк Российской Федерации, Федеральная служба по финансовым рынкам.

This article considers the prospects of creating a market of ruble credit default swaps in the Russian Federation. The article describes the advantages of the market of ruble CDS, offers the market dealers and regulator, and identifies the problems for creating this market and their possible solutions.

Ruble credit-default swaps, Federal loan bonds, the Central Bank of the Russian Federation, The Federal service for financial markets.

Усиливающиеся проблемы на долговом рынке Европы заставили российские биржи обратить внимание на такой инструмент, как кредитные дефолтные свопы (CDS). Подтверждением этого послужила информация о планах биржи РТС на 2012 г. запустить торговлю данным инструментом [2]. Однако последующая информация о реализации данного проекта в СМИ не появлялась.

В настоящее время на международном рынке капитала кредитные дефолтные свопы на российские долговые инструменты, номинированные в долларах, уже выпускаются, но относительно активный рынок существует лишь в суверенных и квазисуверенных именах, таких как Газпром, ВТБ, Сбербанк.

В условиях отсутствия на российском рынке ликвидных кредитных деривативов актуален вопрос о развитии рублевых CDS, которые до настоящего времени не представлены на финансовом рынке. Финансовый рынок и его участники получат преимущества от введения данного инструмента. Инвесторы, в

чьих портфелях сконцентрированы рублевые долговые бумаги, смогут решить проблему кредитного риска и высвободить зарезервированные в капитале под ссудный портфель средства, поскольку риски дефолта заемщика будет нести третья сторона, а именно – продавец защиты. Кроме того, CDS могут стать инструментом, повышающим ликвидность долгового рынка в целом. В свою очередь, для продавцов CDS это возможность заработать на выпуске.

Первыми российскими бумагами, на которые могут быть выпущены CDS, участники рынка почти единогласно называют федеральные облигации – ОФЗ, как наиболее ликвидные и надежные обязательства на российском долговом рынке. Когда участники осознают преимущества использования CDS на рынке ОФЗ, можно выпускать их и на другие бумаги, в частности – облигации квазисуверенных эмитентов: Газпрома, Газпромбанка, ВТБ [9].

Основной вопрос запуска рублевых CDS: «Какой отечественный институт возьмет на себя полномочия по выпуску кредитных дефолтных свопов и какие требования к нему будут предъявляться?» Для ответа рассмотрим функционирование рынка CDS в зарубежной практике.

В настоящее время основными эмитентами CDS являются крупнейшие банки с высокими рейтингами, как правило, не ниже AA. Ссылаясь на зарубежный опыт, мы полагаем, что в российских условиях наиболее подходящими институтами для выпуска рублевых CDS будут крупнейшие отечественные банки. Теоретически, ничто не мешает российскому банку, торгующему беспоставочными валютными форвардами, торговать со своими иностранными контрагентами еще и CDS, поскольку операции с кредитными деривативами ничем не отличаются от операций с любыми контрактами, торгуемыми по документации ISDA [1, с. 28].

Конечно, не все банки получат возможность продавать рублевые CDS. Однако в качестве критерия отбора нецелесообразно использовать рейтинг банка, поскольку рейтинг ни одного из отечественных банков, присвоенный рейтинговыми агентствами Standard & Poor's, Fitch Ratings и Moody's, не дотягивает до уровня AA. Мы предлагаем наделить правом продавать рублевые CDS крупные и капитализированные банки. В связи с этим основным критерием отбора предлагается сделать капитал банка.

В качестве порогового уровня предлагается установить капитал банка в размере 50 млрд. р. Выбор данный суммы аргументирован тем, чтобы общее число банков, получивших возможность выпуска CDS, не превышало двух десятков. Примем во внимание зарубежный опыт, где на каждый континент приходится в среднем около 15 – 20 банков, выпускающих CDS. В настоящее время в России 15 банков с капиталом более 50 млрд. р. Их наименования и размер капитала приведены в таблице [6].

Суммарная капитализация банков, представленных в таблице, составляет 3577 млрд. р. Мы обращаем на это особое внимание, поскольку с запуском торговли кредитными дефолтными свопами встанет вопрос о необходимости ввести ограничения по объему выпущенных каждым продавцом защиты CDS, как для недопущения неограниченного роста рынка, так и для снижения риска контрагента, приходящегося на каждого продавца защиты.

Таблица

Российские банки с капиталом свыше 50 млрд. р.[1]

Номер п/п	Наименование банка	Капитал, млн. р.
1	Сбербанк России	1702457
2	ВТБ	522031
3	Россельхозбанк	196440
4	Альфа-Банк	172229
5	Банк Москвы	167128
6	ВТБ24	156633
7	Юникредит Банк	110433
8	Райффайзенбанк	86219
9	Росбанк	86130
10	Номос-Банк	83643
11	Промсвязьбанк	75716
12	Транскредитбанк	63229
13	Ситибанк	52401
14	Уралсиб	51616
15	Ак Барс	50953
Итого		3577258

Оптимальным вариантом будет привязать данное ограничение к выбранному нами критерию отбора, а именно: к капиталу банка. Мы предлагаем установить его на уровне 100 % от капитала банка. В зарубежной практике объем проданной защиты у многих банков в разы превышал их собственный капитал, что и явилось одной из причин серьезных проблем на рынке CDS в 2008 – 2009 гг.

Соответственно, при этом ограничении 15 крупнейших отечественных банков будут иметь возможность выпустить CDS на общую сумму 3 577 млрд. р., что, конечно, несопоставимо с объемами зарубежного рынка (26,9 трлн. долл.[2] или около 830 трлн. р.). Тем не менее, на начальных этапах становления рынка данный объем будет вполне достаточным.

Сопоставим планируемый объем рынка рублевых CDS с объемом рынка рублевых облигаций России, объем которого составляет 7876 млрд. р., из них 3218 млрд. р. приходится на рынок ОФЗ, 440 млрд. р. – на рынок муниципальных облигаций, 4218 млрд. р. – на рынок корпоративных облигаций[3]. В случае успеш-

[1] Данные рейтинга построены на основе показателей капитала банка по состоянию на февраль 2013 г.

[2] Информация представлена с сайта Международной ассоциации по свопам и деривативам.

[3] Объемы рынка рублевых облигаций указаны на январь 2013 г.

ного запуска объем выпущенных рублевых CDS полностью перекроет рынок ОФЗ, на который они и будут изначально выпускаться. В результате рынок рублевых CDS составит 45 % рынка рублевых облигаций РФ, что свидетельствует об экономической целесообразности запуска отечественного рынка CDS [8].

Следующий вопрос, который возникает в случае запуска рублевых CDS: «Как будет регулироваться этот рынок?» Предположительно, функции регулятора рынка следует поручить Центральному Банку РФ. В качестве альтернативы рассматривается возможность предоставить функции регулятора Федеральной службе по финансовым рынкам. Обе структуры имеют на это полномочия. Однако в качестве продавцов CDS будут выступать крупнейшие отечественные банки, а деятельность коммерческих банков регулируется ЦБ РФ, соответственно, полномочия регулятора рынка CDS предлагается возложить на Банк России.

Помимо этого в данный момент активно обсуждается вопрос о создании единого мегарегулятора на финансовом рынке через присоединение ФСФР к ЦБ РФ. На сегодняшний день Министерство финансов внесло в Правительство РФ проект федерального закона «О внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации в связи с передачей Банку России полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков». Соответственно, в случае успешного решения данного вопроса ФСФР, как один вариантов регулятора российского рынка CDS, теряет свою актуальность [4].

При запуске рынка рублевых CDS может возникнуть также и ряд проблем. Одним из наиболее важных факторов, препятствующих развитию рублевых CDS, является их внебиржевой характер, что создает контрагентские риски и не дает возможности оценить в точной мере показатели рынка. В качестве выхода из этой ситуации предлагается создать биржевой рынок CDS. Это позволит решить вопросы управления контрагентским риском и организации клиринга, сетлмента и расчетов по сделкам. Безусловно, биржа не является безрисковым партнером, однако, для биржевых инструментов значительно проще установить минимальные нормы обеспечения, в качестве которых может выступать денежный депозит, пересчет которого будет производиться на ежедневной основе в зависимости от изменения стоимости позиции участников торгов. Также не стоит забывать, что биржа выступает единым клиринговым и расчетным центром по сделкам, соответственно, для обеспечения ее стабильности необходимо собрать дополнительные резервные депозиты от ее участников для формирования фонда гарантий от дефолта, который будет использоваться в случае неплатежеспособности одного из участников торгов.

Следующим препятствием является недостаточно развитая законодательная база. В частности, до настоящего времени сохраняются разногласия между определением дефолта по российскому законодательству и международному праву, отсутствует понятие кросс-дефолта между внешними и внутренними займами одного эмитента, а также многие другие правовые расхождения. В связи с этим встает вопрос более детального определения кредитного события, а также пула базовых активов, дефолт по которым будет провоцировать его наступление.

Несмотря на то, что рублевой CDS будет ориентирован на российский внутренний рынок, список бумаг, дефолт по которым инициирует наступление кредитного события, должен включать в себя не только рублевые облигации, обращающиеся в России, но и еврооблигации эмитента. При этом пул базовых активов, допущенных к поставке в случае кредитного события, должен состоять исключительно из рублевых облигаций, выпущенных по законодательству РФ. Подобные характеристики контракта позволят обойти законодательное ограничение, не предусматривающее кросс-дефолт между внешними и внутренними займами.

В качестве возможных проблем мы также рассматриваем недостаток ликвидности российского долгового рынка ввиду малых объемов выпуска и того, что большая часть инвесторов придерживается стратегии buy-and-hold. Таким образом, в случае наступления кредитного события при натуральном способе расчетов покупатели кредитной защиты могут не найти в достаточном объеме необходимых им активов для поставки продавцу защиты и, как следствие, не смогут исполнить свои обязательства по контракту.

В качестве решения проблемы с физической поставкой необходимо использовать вариант с денежной поставкой. В связи с этим необходимо продумать и четко прописать систему аукциона, на основе которого будет определяться рыночная стоимость обязательства в случае кредитного события, с целью недопущения манипуляций и обвинений в недобросовестном исполнении условий контракта. При этом необходимо использовать последние нововведения «Big Bang» протокола, которые устанавливают четкие правила проведения аукциона в случае денежных расчетов по CDS. И также, опираясь на зарубежный опыт, на примере комитета по кредитным решениям создать отечественный аналог с включением в него некоторого количества отобранных нами банков продавцов CDS.

Таким образом, мы считаем, что комплекс рассмотренных мер по запуску рынка рублевых CDS вкупе с возможными вариантами решения возникающих проблем позволяет создать в России ликвидный биржевой кредитный деривати, не несущий в себе чрезмерный риск контрагента.

Литература

1. *Амосов, С.* Конструктор-хранитель / С. Амосов // Вестник НАУФОР. – 2009. – № 3. – С. 27 – 29.

2. *Вержбицкий, А.* Российским инвесторам предложат страховку от дефолта / А. Вержбицкий // РБК Daily: ежедневная деловая газета. – URL: http://www. rbcdaily.ru/finance/562949982036539

3. Исследование и статистика мирового рынка свопов и кредитных деривативов // Международная ассоциация

свопов и деривативов (International Swaps and Derivatives Association). – Официальный сайт Международной ассоциации свопов и деривативов, 2013. – URL: http://www.isda.org

4. *Лукша, П.О.* Институциональное предпринимательство в создании рынков: случай рынка кредитных дефолтных свопов / П.О. Лукша // Эволюционная экономика и финансы: инновации, конкуренция, экономический рост. Институт экономики РАН, 2010.

5. *Носкова, Е.* ЦБ получит полномочия ФСФР / Е. Носкова // Российская газета. – URL: http://www.rg.ru/2013/03/12/polnomochia-site.html

6. Рейтинг банков // Банки.ру: информационный портал. – URL: http://www.banki.ru/banks/ratings/? PROPERTY_ID=20

7. *Соловьев, П.* Кредитные дефолтные свопы: переоценка / П. Соловьев, Я. Ильина // Вестник НАУФОР. – 2009. – № 5. – С. 32 – 37.

8. Статистика по рынкам облигаций // CbondS: портал финансовой информации. – URL: http://ru.cbonds.info/indexes/

9. *Хмелев, М.* Общаться с осторожностью / М. Хмелев // Финансовый рынок 2012: новая модель регулирования. Седьмой ежегодный международный репо-форум. – URL: http://reforum.nfa.ru/ru/news/ обращаться-с-осторожностью-профиль-1212

10. *Шаврук, В.* Рынок кредитных дефолтных свопов: возникновение и тенденции развития / В. Шаврук // Банковский вестник. – 2012. – № 16 (561). – С. 71.

11. Credit default swaps and counterparty risk // Report of European Central Bank 2009. – URL: http://www.ecb.int/pub/pdf/other/creditdefaultswapsandcounterpartyrisk2009en.pdf

12. *Stulz, R.* Credit Default Swaps and the Credit Crisis / R. Stulz // Journal of Economic Perspectives. – 2010. – V. 24. – № 1. – P. 73 – 92.