

# МИРОВОЙ РЫНОК НЕФТЯНЫХ ДЕРИВАТИВОВ: ДИНАМИКА РАЗВИТИЯ В УСЛОВИЯХ УЖЕСТОЧЕНИЯ РЕГУЛИРОВАНИЯ

**С. В. Жуков,**

руководитель Центра энергетических исследований Национального исследовательского института мировой экономики и международных отношений имени Е. М. Примакова РАН (ИМЭМО РАН), Москва; e-mail: zhukov@imemo.ru

**А. О. Масленников,**

научный сотрудник Центра энергетических исследований ИМЭМО РАН; e-mail: maslennikov@imemo.ru

В условиях ужесточающихся регулятивных ограничений биржевой и внебиржевой сегменты рынка нефтяных деривативов демонстрируют различную динамику. Биржевой рынок «бумажной нефти» продолжает расти как в понижительных, так и повышательных циклах движения цены нефти. Внебиржевой оборот сырьевых деривативов, напротив, последовательно сжимается. Крупнейшие банки в основном свернули операции с физическим сырьем, включая нефть и нефтепродукты, однако сохранили ведущие позиции в качестве своповых дилеров в торговле нефтяными деривативами на внебиржевом рынке. На этот рынок начали выходить нефинансовые компании, в том числе *British Petroleum*, *Royal Dutch Shell* и *Cargill*. Новая администрация США может ослабить правоприменительную практику некоторых положений закона Додда–Франка, однако при любом варианте развития событий роль рынка деривативов в механизме ценообразования на сырую нефть останется определяющей.

Exchange-traded and OTC segments of the world oil derivatives market demonstrate different dynamics under increasingly stringent regulatory restrictions. The futures market of «paper oil» continues to grow during both downward and upward oil price cycles. Turnover of over-the-counter commodity derivatives, on the contrary, is consistently diminishing. The largest banks have substantially reduced or quit physical commodities business, including oil and oil products, but retained the leading position as swap dealers in over-the-counter oil derivatives market. Non-financial companies including British Petroleum, Royal Dutch Shell and Cargill began to enter the derivatives market as swap dealers. The new US administration may weaken the enforcement practices of the Dodd-Frank Act. In any case, derivatives market is going to keep its leading role in the price discovery mechanism for crude oil.

*Ключевые слова:* нефтяные деривативы; своповые дилеры; закон Додда-Франка; EMIR; MiFID; регулятивный арбитраж.  
*Key words:* oil derivatives; swap dealers; Dodd-Frank Act; EMIR; MiFID; regulatory arbitrage.

УДК 339.7; ВАК 08.00.14

**Б**иржевой рынок фьючерсных контрактов на сырую нефть динамично растет. Растущий спрос со стороны компаний реального и финансового секторов экономики обеспечил динамичное развитие биржевого сегмента рынка нефтяных деривативов. В январе–июле 2017 г. совокупный стоимостной объем биржевых торгов фьючерсными контрактами на сырую нефть составил 18,5 трлн дол., что на 44% превышает показатель за аналогичный период прошлого года (табл. 1). Более 98% от мирового оборота нефтяных фьючерсов по-прежнему сконцентрировано в контрактах на нефть сортов *WTI* и *Brent* на двух глобальных биржах – *NYMEX* в Нью-Йорке и *ICE* в Лондоне (табл. 1). В январе–июле 2017 г. на *ICE* было совершено сделок с этими инструментами на 9,3 трлн дол., на *NYMEX* – 8,9 трлн дол. На индийской бирже *MCX* аналогичный показатель составил всего 123 млрд дол., на московской *MOEX*, токийской *TOCOM* и дубайской *DME* – соответственно 107, 51 и 49 млрд долларов.

Выраженный в количестве контрактов среднедневной объем торговли нефтяными фьючерсными контрактами на *NYMEX* и *ICE* в первые семь месяцев 2017 г. в очередной раз обновил свой исторический максимум, увеличившись на 13% к уровню за аналогичный период 2016 г., что свидетельствует об углублении финансиализации мирового рынка нефти (рис. 1). В физическом эквиваленте объем рынка «бумажной» нефти за январь–июль 2017 г. превысил уровень мировой добычи сырой нефти более чем в 18 раз.

Совокупные открытые позиции в сумме по двум крупнейшим нефтяным фьючерсным контрактам – на нефть *WTI* на *NYMEX* и на нефть *Brent* на *ICE* – за первые семь

месяцев 2017 г. также выросли по отношению к аналогичному периоду прошлого года на 16% (рис. 2). Нефтяные фьючерсы необходимы для реализации бизнес-стратегий игрокам как физического, так и «бумажного» рынков нефти. В частности, производители трудноизвлекаемой

Таблица 1

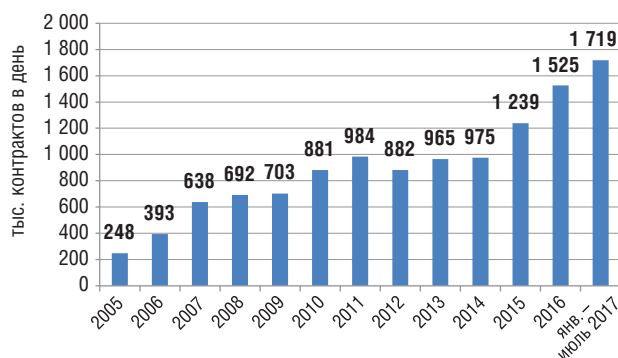
## Структура мировой торговли нефтяными фьючерсами в январе–июле 2017 года\*

Биржа	Оборот фьючерсных контрактов на нефть, январь–июль 2017 г.	
	млрд дол. США	%
Межконтинентальная биржа (ICE), Лондон, Великобритания	9 308	50,2
Нью-Йоркская товарно-сырьевая биржа (NYMEX), Нью-Йорк, США	8 903	48,0
Мультитоварная биржа (MCX), Мумбаи, Индия	123	0,7
Московская биржа (MOEX), Москва, Россия	107	0,6
Токийская сырьевая биржа (TOCOM), Токио, Япония	51	0,3
Дубайская товарно-сырьевая биржа (DME), Дубай, ОАЭ	49	0,3
<b>6 бирж:</b>	<b>18 541</b>	<b>100</b>

\* Учтены шесть крупнейших бирж по обороту фьючерсных контрактов на нефть.

Источник: рассчитано по данным *CME Group*, *ICE*, *MCX*, *TOCOM*, *MOEX*, *DME*, *World Bank* и *Energy Information Administration*.

Рис. 1. Среднедневной объем торгов нефтяными фьючерсами на NYMEX и ICE\*



\* В расчете на календарный день.

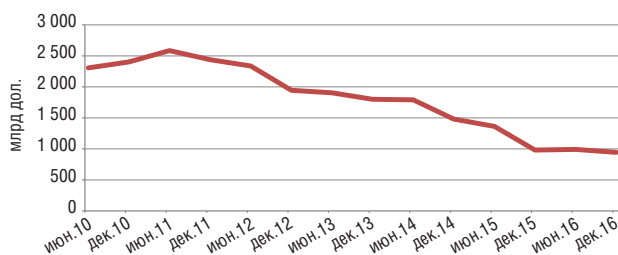
Источник: рассчитано по данным Чикагской товарно-сырьевой группы (CME Group. URL: [www.cmegroup.com](http://www.cmegroup.com)) и Межконтинентальной биржи (Intercontinental Exchange. URL: [www.theice.com](http://www.theice.com)).

Рис. 2. Динамика совокупных открытых позиций по фьючерсам на нефть WTI на NYMEX и Brent на ICE, февраль 2011 – июль 2017 гг.



Источник: рассчитано по данным CME Group и Intercontinental Exchange.

Рис. 3. Номинальный объем внебиржевых свопов на сырьевые товары, за исключением драгоценных металлов



Источник: Банк международных расчетов (Bank for International Settlements. URL: [www.bis.org](http://www.bis.org)).

нефти в США активно используют финансовые инструменты для защиты от рисков снижения цены нефти<sup>1</sup>. Спрос на эти инструменты увеличили как участники рынка физической нефти (на 21%), так и финансовые инвесторы (20%). В июле 2017 г. доля финансовых инвесторов в совокупных открытых позициях по нефтяным фьючерсам составила 44%, участников рынка физической нефти – 32%.

<sup>1</sup> Жуков С. В., Золина С. А. Финансовый рынок – драйвер роста нефтедобычи в США // ЭКО. 2017. № 10 (520). С. 85–96.

Остальные открытые позиции контролировали своповые дилеры (21%) и некрупные рыночные игроки (3%).

**Внебиржевой рынок сырьевых деривативов продолжает сжиматься.** Из-за отсутствия статистических данных анализировать динамику внебиржевого рынка нефтяных деривативов приходится косвенно, через рассмотрение ситуации на рынке производных контрактов на сырье в целом. Внебиржевой рынок сырьевых деривативов за последние пять лет существенно сжался (рис. 3). Причем в 2016 г. тенденция к сжатию этого рынка приостановилась. По оценкам Банка международных расчетов, номинальный объем внебиржевых инструментов на сырьевые товары, исключая драгоценные металлы, составил в декабре 2016 г. 944 млрд дол. и по сравнению с декабрем 2016 г. практически не изменился.

Главным фактором сжатия внебиржевого рынка сырьевых деривативов стало ужесточение регулирования. В США продолжается реализация положений принятого в 2010 г. закона Додда–Франка, которые предполагают перевод торговли внебиржевыми свопами на организо-

ванные площадки и обязательный клиринг этих инструментов. С одной стороны, эти нововведения снижают как риски отдельных контрагентов, так и системный риск в экономике. С другой стороны, они же существенно ограничивают и удорожают операции с этими инструментами для конечных пользователей.

Аналогично биржевому клирингу, клиринг внебиржевых свопов означает, что участники сделки должны вносить центральному контрагенту гарантийное обеспечение под каждый контракт для покрытия возможных убытков (первоначальная маржа). Также требуется ежедневно доносить денежные средства для компенсации текущих потерь по открытым позициям при их возникновении (вариационная маржа), в противном случае центральный контрагент принудительно закрывает убыточную сделку. Таким образом, новые требования обязывают участников рынка отвлекать значительные средства под обеспечение операций с деривативами. В отсутствие требования по обязательному клирингу своповые дилеры могли устанавливать размер гарантийного обеспечения индивидуально исходя из оценки финансового состояния и профиля риска конкретного клиента.

Дополнительно сдерживающее влияние на развитие рынка внебиржевых деривативов может оказать принятие положений о лимитах на позиции. Эта предусмотренная законом Додда–Франка норма ограничит совокупный размер открытых позиций, которые один участник рынка может держать по сырьевым деривативам как на биржевом, так и на внебиржевом рынках. Участникам рынка до сих пор удавалось успешно сопротивляться ее введению. Комиссия по торговле сырьевыми фьючерсами (CFTC) утвердила финальную версию законопроекта о норме на лимиты еще в октябре 2011 г., однако в 2012 г. суд отменил его вступление в силу<sup>2</sup>. Впоследствии данный законопроект неоднократно модифицировался, последняя его предварительная

<sup>2</sup> Fact Sheet – Reproposal of Regulations on Position Limits for Derivatives and Final Regulations on Aggregation of Positions, CFTC. URL: [http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@newsroom/documents/file/plreproposals\\_factsheet120516.pdf](http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@newsroom/documents/file/plreproposals_factsheet120516.pdf)

версия, опубликованная в декабре 2016 г., предполагает по фьючерсному контракту на нефть *WTI* с ближайшим сроком исполнения ограничение в 10,4 тыс. контрактов. В случае принятия нормы по лимитам один участник рынка в сумме сможет держать не более 148,8 тыс. открытых контрактов по всем срокам исполнения<sup>1</sup>.

В Евросоюзе регулирование рынка сырьевых деривативов движется в том же направлении, что и в США. Ужесточение регулирования рынка деривативов в ЕС осуществляется согласно положениям, изложенным в двух нормативных документах: Директива «О рынках финансовых инструментов» (*Markets in Financial Instruments, MiFIDII/MiFIR*) и Правила регулирования инфраструктуры европейского финансового рынка (*European Market Infrastructure Regulation, EMIR*).

*MiFIDII/MiFIR* представляет собой комплекс законопроектов, часть из которых (регулятивная – *MiFIR*) сразу распространяется на всю юрисдикцию ЕС, а другая часть (директивная – *MiFIDII*) должна быть реализована в законодательстве отдельных стран – участниц Евросоюза. Реализация на национальном уровне *MiFIDII* и вступление в силу обеих частей законопроекта ожидается в январе 2018 г.<sup>2</sup> Новое законодательство предусматривает в том числе усиление требований по раскрытию информации по сделкам на внебиржевом рынке, перевод торгов определенными свопами на регулируемые площадки, а также введение единых на территории ЕС лимитов на позиции по деривативам. Многие нормы носят рамочный характер, и их конкретная имплементация реализуется через разрабатываемые Европейским управлением по надзору за рынком ценных бумаг (*European Securities and Markets Authority, ESMA*) нормы и стандарты.

Второй документ – принятый в 2012 г. закон *EMIR*, как и закон Додда–Франка в США, предусматривает обязательный клиринг большинства внебиржевых свопов. Конкретный перечень инструментов, подлежащих клирингу, должен быть определен нормами и стандартами *ESMA* после консультаций с участниками рынка. Однако по состоянию на сентябрь 2017 г. соответствующие технические стандарты официально приняты только по отдельным свопам на процентные ставки и кредитное качество эмитента (*credit default swap – CDS*), по свопам на сырьевые товары *ESMA* пока еще не опубликовал даже проект технических стандартов<sup>3</sup>.

*EMIR*, как и закон Додда–Франка в США, предполагает, что определенные требования по резервированию капитала будут предъявляться к контрагентам даже по тем свопам, которые в конечном итоге не будут проходить клиринг. Так, с марта 2017 г. в случае возникновения расчетных убытков по еще не закрытым позициям контрагенты по таким сделкам должны резервировать вариационную маржу, а к сентябрю 2020 г. должны будут резервировать еще и первоначальную маржу в момент открытия позиции на покрытие потенциальных убытков.

**Крупнейшие банки: выход из операций с физическим сырьем при усилении позиций в качестве своповых дилеров.** Важным фактором трансформации внебиржевого рынка нефтяных деривативов стало ужесточение регулирования деятельности крупнейших банков. Именно банки являются основными своповыми дилерами, которые продают

участникам рынка физической нефти, а также финансовым инвесторам необходимые тем внебиржевые своповые контракты. С одной стороны, ограничения на операции банков с деривативами, установленные действующим с 2015 г. «правилем Волкера», не распространяются на, по сути, посредническую деятельность банков как дилеров на рынке сырьевых свопов. Тем не менее закон возлагает на банки обязанность доказывать регуляторам, что их операции относятся к разряду разрешенных, что существенно повышает издержки банков на проведение таких сделок, которые, несомненно, будут переложены на конечных пользователей своповых контрактов. Закон обязывает банки внедрить специальные корпоративные процедуры внутреннего контроля, которые должны проходить регулярный независимый аудит, а также осуществлять сбор и хранение детальной информации об операциях. Также банки должны регулярно подтверждать, что их сделки со свопами заключаются исключительно в интересах и по запросу клиентов, а сопутствующие операции на смежных рынках проводятся в минимальном объеме, необходимом для хеджирования заключенных свопов<sup>4</sup>.

Регуляторы внимательно отслеживают и жестко наказывают нарушителей этих ограничений. Так ФРС США в апреле 2017 г. оштрафовала *Deutsche Bank* за операции, нарушающие «правило Волкера» на 19,7 млн дол.<sup>5</sup> Под особенно пристальный контроль регуляторов ставятся своповые сделки банков с другими банками. Более того, «правило Волкера» предусматривает, что регулятор в индивидуальном порядке может запретить определенным банкам совершать разрешенные законом операции с деривативами, если сочтет, что такие операции являются высоко рискованными, либо сопровождаются конфликтом интересов между банком и его контрагентом, либо угрожают кредитоспособности самого банка или стабильности финансовой системы США.

Более того, на дилерских операциях банков со свопами могут негативно отразиться и разрабатываемые американскими регуляторами новые ограничения на их деятельность на рынке физических сырьевых товаров. Совмещение этих двух видов операций позволяет банкам получать значительный синергетический эффект.

На момент завершения данной статьи четырнадцать банков имели разрешение регуляторов на проведение на рынке физической нефти так называемых «сопутствующих» операций – тех, которые напрямую связаны с деятельностью банков на рынке сырьевых деривативов (табл. 2). При этом объем таких операций не должен превышать 5% величины банковского капитала первого уровня<sup>6</sup>. Два банка находятся в привилегированном положении: *Goldman Sachs* и *Morgan Stanley* имеют специальные разрешения на осуществление ряда запрещенных для других банков видов деятельности, включая добычу, транспортировку, хранение и переработку сырьевых товаров. Для них также установлено более мягкое ограничение на масштаб сырьевого бизнеса – 5% от величины совокупных активов, а не капитала<sup>7</sup>.

В сентябре 2016 г. Федеральная резервная система (ФРС) США, осуществляющая контроль за банковской

<sup>1</sup> Fact Sheet – Reproposal of Regulations on Position Limits for Derivatives and Final Regulations on Aggregation of Positions...

<sup>2</sup> URL: <https://www.esma.europa.eu/policy-rules/mifid-ii-and-mifir>

<sup>3</sup> URL: <https://www.esma.europa.eu/regulation/post-trading/otc-derivatives-and-clearing-obligation>

<sup>4</sup> Hammar J., Ireland O. Impact of the Volker Rule on Derivatives Markets // The Review of Banking and Financial Services. Vol. 13 № 11. November 2015.

<sup>5</sup> URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-04-20/deutsche-bank-fined-157-million-by-fed-over-chat-rooms-volcker>

<sup>6</sup> Wall Street Bank Involvement with Physical Commodities. United States Senate Permanent Subcommittee on Investigations, November 2014, P. 371.

<sup>7</sup> Ibid., P. 372.

Таблица 2

**Перечень банков, получивших разрешение  
Федеральной резервной системы на осуществление  
операций с физическими сырьевыми товарами**

Банк	Год получения разрешения	Тип операций
Citigroup	2003	сопутствующие
Barclays Bank	2004	сопутствующие
UBS	2004	сопутствующие
Deutsche Bank	2005	сопутствующие
JPMorgan Chase & Co	2005	сопутствующие
Société Générale	2006	сопутствующие
Wells Fargo	2006	сопутствующие
Bank of America	2007	сопутствующие
BNP Paribas	2007	сопутствующие
Credit Suisse	2007	сопутствующие
Goldman Sachs	2008*	сопутствующие и дополнительные
Morgan Stanley	2008*	сопутствующие и дополнительные
The Royal Bank of Scotland	2008	сопутствующие
Scotiabank	2011	сопутствующие

\* *Goldman Sachs* и *Morgan Stanley* могли вести бизнес в сфере сырьевых товаров и до 2008 г., так как до этого момента были зарегистрированы как инвестиционные, а не коммерческие банки и не участвовали в системе страхования депозитов населения.

Источник: Федеральная резервная система США (Federal Reserve System). URL: <https://www.federalregister.gov/documents/2016/09/30/2016-23349/regulations-q-and-y-risk-based-capital-and-other-regulatory-requirements-for-activities-of-financial>

деятельностью, опубликовала законопроект, призванный ограничить ряд операций банков с физическими сырьевыми товарами, которые представляют угрозу для окружающей среды, включая нефть и природный газ. ФРС предлагает существенно повысить нормативы по резервированию капитала под разрешенные банкам сопутствующие операции, установив по ним коэффициент риска на уровне 300–400%. Также законопроект предполагает запрет банкам участвовать в толлинговых сделках. В перечне разрешенных сопутствующих операций останутся только торговые операции, включая сделку купли-продажи физической нефти на спотовом рынке и осуществление физической поставки по дериватам<sup>1</sup>.

Регуляторы считают, что банковские операции с физическими сырьевыми товарами сопряжены с высокими рисками, не только рыночными, но и связанными с возможными техногенными катастрофами. Если в результате этих операций будет нанесен ущерб окружающей среде, то на банк могут быть наложены многомиллиардные штрафы, способные поставить под угрозу не только сам банк, но и стабильность всей американской финансовой системы. Сумма штрафов, выставленных *BP* после произошедшей в 2010 г. катастрофы в Мексиканском заливе, составила почти 20 млрд дол. Подобные штрафы могут быть наложены и на работающие на рынке физического сырья банки, причем даже в том случае, если банк лишь оказывал консультационные услуги оператору актива и напрямую не участвовал ни в управлении, ни в собственности компании, допустившей экологическую катастрофу. Это, в свою

очередь, может спровоцировать крах всей банковской системы, так как объем зарезервированного крупнейшими банками капитала и приобретенных страховых полисов недостаточен для защиты от подобных рисков.

Регуляторы также полагают, что банки обладают несправедливыми конкурентными преимуществами на рынке физических сырьевых товаров перед небанковскими участниками, так как имеют возможность фондироваться под более низкие процентные ставки, чем компании реального сектора, а также резервировать под эти операции меньший капитал. Кроме того, банки имеют возможность отказываться в предоставлении кредитов своим конкурентам на физическом рынке.

Предлагаемые ФРС ограничения значительно снизят привлекательность бизнеса в сфере физических сырьевых товаров для банков. Хотя *Goldman Sachs* и *Morgan Stanley* по-прежнему смогут осуществлять расширенный набор операций с нефтью, к таким операциям будет применяться максимальный коэффициент риска 1250%, что при средней норме резервирования капитала в банковской отрасли около 8% означает необходимость отвлекать средства под такие операции в практически запретительном соотношении 1:1.

Повышенные требования к капиталу затронут также пассивные инвестиции банков в капитал компаний сырьевого сектора, в которых банки не оказывают влияние на управление. К таким инвестициям предлагается применять коэффициент риска от 300 до 1250% в зависимости от вида деятельности таких компаний.

Законопроект также предлагает запретить банкам оказывать какое-либо влияние на процесс принятия решений в компаниях из этих сфер бизнеса, включая даже консультационные услуги.

Наряду с этим законопроект требует от банков более детального раскрытия информации. В настоящее время банки раскрывают только совокупную рыночную стоимость запасов сырьевых товаров на своих балансах. Предусматривается обязательство дополнительно публиковать структуру этих запасов в разбивке по группам сырьевых товаров, а также по видам деятельности, включая выделение сопутствующих операций, пассивных инвестиций, а также стоимости принадлежащих банкам инфраструктурных активов.

На этом фоне банки продолжают сокращать объемы сырьевого бизнеса. Стоимость торговых запасов физических сырьевых товаров на балансах шести крупнейших американских банков за 2016 г. и первую половину 2017 г. снизилась с 10,4 до 8,5 млрд дол., что в пять раз ниже уровня 2011–2012 гг. (табл. 3). До некоторой степени такая динамика обусловлена снижением цен на многие сырьевые товары, но выход банков из бизнеса с физическим сырьем начался до понижательного ценового цикла на сырье.

Примечательно, что озабоченность потенциальными негативными последствиями данного законопроекта выразили компании реального сектора, т. е. конечные пользователи своповых контрактов, включая *Apache*, *BP*, *Boeing*, *Southwest Airlines*, *General Electric*, *General Motors*, *Harley-Davidson*, которые полагают, что ущерб от реализации законопроекта может превысить его потенциальные выгоды<sup>2</sup>.

Выходя из операций с физическим сырьем, банки пока не уходят с рынка «бумажной нефти». Совокупный

<sup>1</sup> URL: <https://www.federalregister.gov/documents/2016/09/30/2016-23349/regulations-q-and-y-risk-based-capital-and-other-regulatory-requirements-for-activities-of-financial>

<sup>2</sup> URL: [http://www.gibsondunn.com/publications/Pages/Commodities-Activities-of-Banks--Comments-on-Federal-Reserve-Notice-of-Proposed-Rulemaking.aspx#\\_ftn5](http://www.gibsondunn.com/publications/Pages/Commodities-Activities-of-Banks--Comments-on-Federal-Reserve-Notice-of-Proposed-Rulemaking.aspx#_ftn5)

Таблица 3

**Рыночная стоимость запасов физических сырьевых товаров, доступных для продажи, крупнейших по размеру активов американских коммерческих банков, млрд дол. США**

Банки	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.*
JPMorgan Chase	21,0	26,0	16,2	10,2	4,5	4,7	7,0	4,6
Bank of America Merrill Lynch	0,6	0,5	0,7	0,4	0,6	0,1	0,0	0,0
Citigroup	0,3	0,3	6,4	1,9	2,8	1,3	0,4	0,5
Wells Fargo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Goldman Sachs	13,1	5,8	11,7	4,6	3,8	3,9	5,7	3,2
Morgan Stanley	6,8	9,7	7,3	3,3	1,6	0,3	0,1	0,1
Шесть банков	41,9	42,2	42,2	20,3	13,4	10,4	13,2	8,5

\* По данным на II квартал.

Источник: расчеты авторов по консолидированным финансовым отчетам банковских холдингов.

номинальный объем биржевых и внебиржевых сырьевых деривативов, находящихся в портфелях американских банков, в I квартале 2017 г. составил 1350 млрд дол., что лишь на 3% ниже максимального уровня 2012 г. (рис. 4). Однако доходы американских банков от операций с сырьевыми деривативами в 2016 г. снизились до минимального за последние шесть лет уровня в 1,1 млрд дол., что составило 4,3% совокупного дохода банков от операций со всеми группами деривативов (табл. 4).

Банкам пока удается сохранять свои позиции как основных своповых дилеров. По данным CFTC, на 1 августа 2017 г. банкам принадлежало 60% коротких и 32% длинных открытых позиций всей группы своповых дилеров по фьючерсному контракту на нефть WTI на бирже NYMEX<sup>1</sup>.

**Активизация работы со своповыми контрактами компаний реального сектора.** Помимо банков дилерские операции со свопами на внебиржевом рынке осуществляют также специализированные финансовые компании и даже компании реального сектора. По состоянию на август 2017 г. три нефинансовые компании были зарегистрированы в США в качестве своповых дилеров – нефтяные супермейджеры BP и Royal Dutch Shell и сельскохозяйственный гигант Cargill<sup>2</sup>. Эти компании готовы занять нишу банков в своповых операциях, если те начнут сокращать объемы этого бизнеса. Так, в 2016 г. Royal Dutch Shell выступила одним из семи организаторов программы хеджирования рисков от снижения цены нефти для Мексики<sup>3</sup>. На протяжении последних 15 лет Мексика регулярно хеджирует ценовые риски своего нефтяного экспорта, при этом впервые одним из контрагентов в этих финансовых операциях выступила компания реального сектора. Мексика в 2016 г. потратила на опционы 1 млрд дол., что позволило захеджировать минимальную границу цены мексиканской экспортной нефтяной корзины на 2017 г. на уровне 38 дол. за баррель<sup>4</sup>.

**Разворот к ослаблению регулирования деривативов в США?** С приходом к власти администрации Д. Трампа

<sup>1</sup> Рассчитано по отчетам CFTC Bank Participation Report (URL: <http://www.cftc.gov/marketreports/bankparticipationreports/index.htm>) и Commitments of Traders (<http://www.cftc.gov/Marketreports/CommitmentsofTraders/index.htm>)

<sup>2</sup> URL: <http://www.cftc.gov/LawRegulation/DoddFrankAct/registerswapdealer>

<sup>3</sup> Blas J., Cattan N. Shell Becomes First Non-Bank to Join Mexico's Oil Hedge. Bloomberg, September 1, 2016. URL: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-09-01/shell-said-to-become-first-non-bank-to-join-mexico-s-oil-hedge>

<sup>4</sup> <http://www.reuters.com/article/us-mexico-oil/mexico-says-2017-oil-hedge-guarantees-42-per-barrel-idUSKCN11423Z>

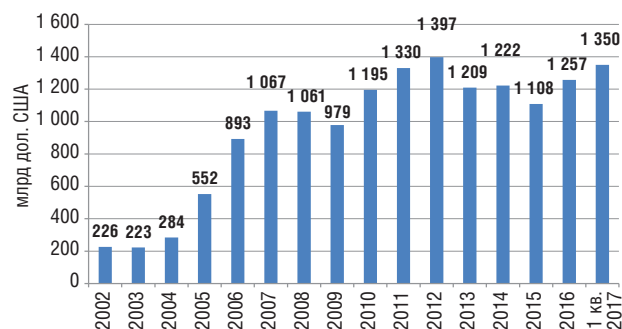
па повысилась вероятность, что запущенный после глобального финансово-экономического кризиса процесс ужесточения регулирования финансового рынка в США может быть в некоторой степени развернут вспять. Во время избирательной кампании Д. Трамп неоднократно высказывался за полную отмену закона Додда–Франка, положения которого, по его мнению, излишне обременяют бизнес и наносят вред экономике. Хотя принятый

Конгрессом США закон не может быть отменен указом Президента, новая администрация в феврале 2017 г. начала подготовку к новому рассмотрению данного закона. Палата представителей конгресса США проголосовала 8 июня 2017 г. за принятие законопроекта, отменяющего многие положения закона Додда–Франка<sup>5</sup>. Однако многие эксперты полагают, что шансы этого законопроекта получить одобрение в сенате очень низки<sup>6</sup>.

Тем не менее под политическим и лоббистским давлением отдельные положения закона Додда–Франка или, что даже более важно, правоприменительная практика, могут быть ослаблены. Большинство в обеих палатах Конгресса США контролируют представители республиканской партии, которые традиционно выступают за сокращение регулятивных функций государства.

В состав Комиссии по торговле сырьевыми фьючерсами, в компетенции которой входит практическая реализация большинства положений закона Додда–Франка, относящихся к рынку сырьевых деривативов, входят пять комиссионеров, которые назначаются президентом по рекомендации и с одобрения сената. Председатель также выбирается президентом с одобрения сената. При этом в составе CFTC могут находиться не более трех комиссионеров от одной политической партии. Закон Додда–Франка был

**Рис. 4. Номинальный объем биржевых и внебиржевых сырьевых деривативов в активах американских банков, на конец года**



Источники: рассчитано по данным Управления валютного контроля министерства финансов США (Office of the Comptroller of the Currency. URL: [www.occ.treas.gov](http://www.occ.treas.gov)).

<sup>5</sup> URL: <http://clerk.house.gov/evs/2017/roll299.xml>

<sup>6</sup> См., например: URL: <https://www.nytimes.com/2017/06/08/business/dealbook/house-financial-regulations-dodd-frank.html?mcubz=1> и <http://money.cnn.com/2017/06/08/news/economy/house-dodd-frank-repeal/index.html>

Таблица 4

## Доход американских банков от торговых операций с деривативами, млн дол. США

	2007 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.
Доход от торговли деривативами	5 489	22 518	25 285	18 377	22 083	22 703	22 767	25 048
в том числе деривативами на сырьевые товары	295	624	1 443	1 182	1 392	1 711	1 316	1 081
Доля сырьевых деривативов в доходе от торговли производными инструментами, %	5,4	2,8	5,7	6,4	6,3	7,5	5,8	4,3

Источник: рассчитано по данным Управления валютного контроля министерства финансов США (Office of the Comptroller of the Currency. URL: [www.occ.treas.gov](http://www.occ.treas.gov)).

подготовлен и поэтапно принимался в то время, когда трое комиссионеров, в том числе председатель комиссии, представляли демократов. При этом двое членов комиссии от республиканской партии постоянно выступали за более мягкие формы вводимых ограничений. Д. Трамп назначил председателем *CFTC* республиканца, который до этого более 10 лет был исполнительным вице-президентом работающей на внебиржевом рынке большой брокерской компании, обслуживающей крупных институциональных клиентов – банки, страховые компании, инвестиционные фонды<sup>1</sup>.

Министерство финансов США 13 июня 2017 г. опубликовало план по изменению регулирования американского финансового сектора, содержащий более 100 поправок, большинство из которых могут быть приняты непосредственно финансовыми регуляторами, а не Конгрессом. В частности, план предлагает сократить список запрещенных для банков правилом Волкера видов деятельности, а также исключить из сферы его действия небольшие банки с активами менее 10 млрд дол.<sup>2</sup> Управление валютного контролера Министерства финансов США 1 августа 2017 г. начало аккумулировать комментарии участников рынка по вопросу возможного пересмотра правила Волкера и правоприменительной практики в этой сфере<sup>3</sup>.

Европейские регуляторы пока не демонстрируют намерений ослабить разворачивающуюся реформу финансового сектора.

**Регулятивный арбитраж.** Существует точка зрения, что финансовые игроки смогут несколько сгладить негативные последствия ужесточения регулирования финансового рынка за счет так называемого регулятивного арбитража. Ужесточение регулирования рынка деривативов в США и Европе заставляет банки искать для операций с деривативами более привлекательные юрисдикции в Азии. Если раньше даже те внебиржевые инструменты, сделки с которыми фактически осуществлялись в азиатских финансовых центрах, банки предпочитали ставить на балансы в Европе и США из-за эффекта экономии на масштабе и более развитого регулирования, то в настоящее время ситуация начала меняться. Так, крупнейшие европейские банки *HSBC* и *Standard Chartered* уже начали перемещать часть сделок со свопами на балансы своих дочек, зарегистрированных в Гонконге<sup>4</sup>. Также в числе потенциально привлекательных юрисдикций рассматривается Сингапур. Участники рынка надеются, что финансовые власти этих стран позволят использовать при расчете раз-

мера гарантийного обеспечения так называемые *расширенные модели риска*, которые учитывают возможность снижения совокупного риска портфеля при комбинации нескольких инструментов. Размер требуемого капитала под портфель деривативов, рассчитанный по расширенным моделям, может оказаться меньше, чем сумма гарантийного обеспечения, запрашиваемого клиринговыми домами, которые зачастую рассматривают многие виды деривативов независимо друг от друга.

Расширяющаяся практика арбитражных операций с привлечением юрисдикций с менее жестким регулированием обращения сырьевых деривативов, включая нефтяные, подтверждает хорошо известную максиму: чем более жестким становится регулирование финансовых рынков, тем более изощренные стратегии используют рыночные игроки. Тем не менее мы полагаем, что участникам рынка не удастся добиться существенного снижения регулятивных издержек. Во-первых, западное регулирование уже существенно ограничивает арбитражные возможности рыночных игроков по выводу операций в менее жесткие юрисдикции, а наметившаяся практика перевода деривативов на балансы дочерних компаний в Гонконге и Сингапуре пока затрагивает в основном только те деривативы, которые были фактически заключены на азиатских площадках. Во-вторых, весьма вероятно, что регулирование финансового сектора в этих странах также будет ужесточаться, учитывая усилия по координации регулирования, предпринимаемые на международном уровне, в частности в рамках «Группы 20».

\* \* \*

Таким образом, финансовализация мирового рынка нефти усиливается за счет поступательного развития сегмента биржевых нефтяных деривативов. Нефтяные фьючерсы необходимы для реализации бизнес-стратегий как компаниям реального сектора, так и банкам и финансовым компаниям. Реальное и ожидаемое ужесточение регулирования вынудило крупнейшие американские банки отказаться или значительно сократить масштабы бизнеса с физическими сырьевыми товарами. При этом банки остаются ключевыми своповыми дилерами на внебиржевом рынке нефтяных деривативов. Усиление регулятивного надзора над внебиржевыми инструментами ограничивает и удорожает операции с последними для конечных пользователей, в том числе для хеджирующих ценовые риски американских производителей трудноизвлекаемой нефти. Новая администрация в США может попытаться ослабить регулятивные нормы, принятые при президенте Обаме, однако кардинальные послабления в этой области маловероятны. В целом динамичное развитие рынка нефтяных деривативов на фоне изменения бизнес-стратегий ведущих его участников и появления новых игроков свидетельствует о сохранении за ним ведущей роли в механизме ценообразования на сырую нефть.

<sup>1</sup> URL: <http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr7596-17>

<sup>2</sup> URL: <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/A%20Financial%20System.pdf>

<sup>3</sup> URL: <https://www.occ.gov/news-issuances/news-releases/2017/nr-occ-2017-89a.pdf>

<sup>4</sup> URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-09-28/hong-kong-courts-483-trillion-derivatives-market-as-mifid-looms>