

*О.М. Сохацька, д-р екон. наук, проф.,
Тернопільська академія народного господарства*

Ф'ЮЧЕРСНІ РИНКИ ЯК ІНСТРУМЕНТ МАКРОЕКОНОМІЧНОГО РЕГУЛЮВАННЯ МАЙБУТНЬОЇ ЕКОНОМІЧНОЇ КОН'ЮНКТУРИ

На початку ХХІ ст. розвиток світової економіки характеризується підвищеною ціновою нестабільністю. Причому цінова змінність, яку на західних ринках сьогодні називають *волатильністю (volatility)*, набула небувалих розмірів, виросли швидкість, частота та амплітуда цінових коливань. Час від часу трапляються так звані цінові “шоки”, наприклад у 1987, 1997, 2000 та 2004 роках різке зростання цін на нафту викликали кризові явища на всіх ринках, в тому числі фінансових, де після краху Бреттон-Вудської системи перестав існувати стабілізуючий фактор валютних курсів, інфляційні процеси почали відбуватися значно швидше, викликаючи змінність відсоткових ставок.

Графіки валютного ринку FOREX [21] з різними часовими фіксаціями курсів (максимального, мінімального, початкового та кінцевого) ілюструють значні коливання. Так за кілька годин впродовж одного дня курс змінювався від 1,2125 до 1,1245 євро за долар, за кілька днів – від 1,1850 до 1,2140, а з грудня 2003 по травень 2004 року спостерігалися як зростаючі, так і спадаючі тренди з діапазоном коливань від 1,2144 через 1,2815 до 1,1730.

У відповідь на ці виклики в результаті потужного інноваційного прориву у зарубіжній економічній теорії та практиці впродовж останніх десяти-п'ятнадцяти років створені ефективно діючі вертикальні складові товарних і фінансових ринків – строкові ринки та їх біржові сегменти – ф'ючерсні.

Ф'ючерсні ринки на Заході характеризуються широким застосуванням фінансових інновацій, особливими правилами їх обігу, висококваліфікованими учасниками, коло яких постійно зростає. Крім банків та парабанківських установ, до їх числа приєднуються фінансові менеджери фірм та корпорацій, які в такий спосіб здійснюють управління ціновими ризиками. Технології та стратегії використання цих інструментів входять до компетенції фахівців нового виду фінансової діяльності – фінансових інженерів.

В результаті комплексного дослідження процесів функціонування міжнародних ф'ючерсних ринків виявлено глобальні тенденції їх розвитку, а саме:

- суттєве зростання обсягів торгівлі (за кількістю контрактів та інвестованих маржевих внесків та премій за опціонами плюс розрахунками в момент виконання угод);
- хеджовий характер ринку (близько 70 % учасників ринку становлять хеджери);
- кардинальні зміни у біржовій інфраструктурі (перехід до електронних торгів, консолідація та злиття бірж, створення панєвропейського торговельного строкового майданчика, відхід від статусу бірж як некомерційних організацій, випуск біржових акцій на умовах вільної підписки, уніфікація клірингових систем);
- переважаючий розвиток особливо ризикового позабіржового сегменту;
- зростання кількості учасників та суттєве розширення їх складу;
- лібералізація та запровадження нових підходів до державного регулювання, делегування регулюючих функцій біржам;
- створення як незалежних електронних систем з Internet-доступом для акумулювання замовлень та їх сортування, так і електронних бірж;
- концентрація позабіржового, майже не регульованого ринку, у декількох учасників;
- запровадження міжнародного регулювання, гармонізації та уніфікації за участю Міжнародної організації регулюючих комісій (IOSCO);
- зближення біржового та позабіржового ринку через використання системи біржового клірингу;
- неспроможність міжнародної офіційної статистики відображати реальний обсяг інвестицій у строкові фінансові інструменти.

Підсумовуючи, можна зазначити, що в цілому прискорений розвиток ф'ючерсних ринків є закономірністю функціонування глобальної економіки, для якої характерною є підвищена волатильність основних ринків.

Україну ці світові реалії обминули стороною. Становлення цих сегментів ринків в Україні за всі роки реформ не відбулося, укладання строкових контрактів не практикується ні на біржових, ні на позабіржових ринках. Однією із основних причин такого стану справ є фрагментарність, безсистемність вивчення окремих аспектів цієї складної проблематики з одночасними спробами їх впровадження у біржову торговельну практику (1994, 1995, 2003 роки), які не мали успіху.

Роль ф'ючерсного ринку в економіці постійно змінюється. Питання це викликає не лише теоретичний інтерес, воно має практичне значення. Однак його вирішення є надзвичайно складним та багатоплановим. Будучи специфічним фінансовим інститутом, що обслуговує потреби товарного та віднедавна і фінансового ринку,

ф'ючерсна біржа є *ринком цін*, вона формує біржові котирування, а через хеджовий механізм – фактичні ціни реального товару або фінансового інструмента.

Ф'ючерсна біржа сьогодні є фінансовим закладом, що доповнює банківське кредитування на стадії реалізації та зберігання товару. Це інструмент перерозподілу виробленої додаткової вартості з інвестиційною сферою. Фірми, які постійно використовують ф'ючерсний механізм, є більш конкурентними завдяки можливості оптимізації цін на товари, капітал та валюту.

Останніми роками роль ф'ючерсних бірж зростає, саме туди переливається капітал. У сучасних умовах однією з найважливіших причин змін в економіці є знецінення паперових грошей, що є актуальним і для біржової торгівлі. Характерна для такої економіки “втеча грошей у товари” сприяє вкладанню останніх у строкові контракти.

Необхідно підкреслити також зростаючу взаємодію ф'ючерсної біржової торгівлі з банківською сферою. За останні 10-15 років банки розвинутих країн світу беруть активну участь у розширенні ф'ючерсної торгівлі, їх приваблює висока прибутковість наданих для цих цілей кредитів, що видаються спекулянтам та хеджерам. Відсотки за такими кредитами перевищують звичайні норми. Деякі банки самі активно грають на біржах, зберігають і обслуговують біржові запаси золота та інших коштовних металів ф'ючерсних товарних бірж.

Ф'ючерсна торгівля, зосереджуючись на ціновому аспекті, точніше, на різниці цін, що є джерелом перерозподілу прибутку, залучає вільні кошти як резервний капітал, на випадок негативних змін цін. Ф'ючерсні ринки сьогодні є як сферою вкладання капіталу, так і додатковим джерелом кредитування, вони виконують фінансові функції.

Ф'ючерсні контракти та їх різноманітні гібридні та синтетичні комбінації дозволяють фінансовим інженерам банків, транснаціональних корпорацій, інвестиційним керуючим взаємних інвестиційних, пенсійних фондів, страхових компаній впроваджувати інноваційні технології управління фінансовими ризиками [5, 6, 7, 12].

Головна функція ф'ючерсного ринку полягає у стабілізації фінансового стану господарюючих суб'єктів в умовах нестабільності кон'юнктури ринкової економіки. Строковий ринок служить механізмом координації майбутніх планів підприємців. Різниця між спотовою та строковою цінами є витратами на погодження господарських планів в економіці. Розміри строкового ринку об'єктивно обмежені невизначеністю планів, які можуть змінюватися в учасників строкового ринку у майбутньому.

В Україні ф'ючерсні ринки вивчають В. Міщенко, С. Науменкова [8], З. Васильченко [1], Л. Примостка [13, 14]. Однак їх дослідження обмежується сферою використання строкових валютних ринків, вивченням видів валютних контрактів та хеджування курсових та відсоткових ризиків за допомогою похідних фінансових інструментів.

Значний інтерес до цієї теми проявляють практики банківської справи, які також почали вивчати цей сегмент ринку. До них належать В. Гордон [2, 3], Р. Кашпір, П. Матвієнко [4], які не лише досліджують теоретичні аспекти функціонування ф'ючерсних ринків Заходу, але й пропонують шляхи можливого запровадження аналогічних послуг для клієнтів українських банків.

Однак в цілому на рівні держави урядові програми виходу із кризи, яких уже налічується немало, не містять розділів, де були б заплановані заходи щодо розвитку ринків строкових контрактів.

Унікальність ситуації в Україні, як зрештою і у всіх постсоціалістичних країнах, полягає в тому, що розвиток інформаційних технологій відбувається випереджуючими темпами щодо економічного розвитку. Саме технічне забезпечення і фахівці, особливо у банківській сфері, які можуть організувати безпосередні контакти з будь-яким учасником міжнародних товарних або фінансових ринків, в тому числі ф'ючерсних, як конкретним трейдером, або брокером, так і з виходом на інфраструктуру (біржі або позабіржові торговельні системи комп'ютерного котирування) у нас є.

Існує величезний розрив між розумінням економічної суті та доцільності існування в Україні строкових ринків на основні сировинні активи, капітал та іноземну валюту та технічними можливостями здійснювати українськими інвесторами трансакції на найбільш ліквідних світових строкових ринках у режимі реального часу. Однак втішним є той факт, що уже сьогодні провідні українські банки, зокрема на валютному ринку FOREX, їх успішно здійснюють.

У цьому контексті варто нагадати, що ще Дж.М. Кейнс [19], Дж.Р. Гікс [18] охарактеризували ф'ючерсні ринки як економіку майбутніх цін, які прогнозуються спекулянтами. Спекулянти беруть на себе ризики від хеджерів, які в свою чергу репрезентують реальні ринки товарів, цінних паперів та іноземної валюти.

Пізніше неокласичні погляди на ф'ючерсні ринки змінюються, хеджування трактується як різновид арбітражу. Підкреслюється, що хеджери будуть відкривати ф'ючерсні позиції лише за умови отримання можливих прибутків від різниці між спотовими та ф'ючерсними цінами – базису, тобто хеджування подається як форма спекуляції. Виходячи з цього, на ф'ючерсних ринках розрізняють три види учасників: спекулянти, хеджери та арбітражери.

У процесі проведених автором досліджень виявлено економічну сутність ф'ючерсних ринків як ринків строкових зобов'язань на

основні активи в майбутньому та визначено їх місце у глобальному фінансовому ринку у складі третинного ринку (рис. 1) [15].

Категорію “третинний ринок” визначено як систему міжнародних економічних відносин суб’єктів господарювання та держави з приводу зменшення цінової невизначеності, пов’язаної з фактором часу на ринку базових товарних та фінансових активів, через укладання строкових фінансових контрактів, в яких вартісна оцінка величини зобов’язань та прав одного із контрагентів фіксується в момент укладання, а іншого – походить від вартості базового активу.

Доцільність виділення строкових ринків у третинний ринок підтверджується окремою статистикою щодо їх функціонування, яку здійснюють міжнародні фінансові організації. У кварталних та річних звітах Світового банку, Міжнародного валютного Фонду, Банку міжнародних розрахунків тощо уже впродовж багатьох років діяльності строкових похідних ринків приділяється все більше уваги.

На нашу думку, в Україні настав час докорінної зміни підходів до процесів становлення класу фінансових дилерів. У Росії вони успішно працюють не лише на FOREX, але й міжнародних та національних ринках акцій, товарних та фінансових ф’ючерсів та опціонів. Про високий професіоналізм свідчать опубліковані ними дослідження [9, 10, 11, 16, 20].

Як видно з цінових графіків ф’ючерсного фінансового ринку на Чиказькій ф’ючерсній біржі [20], прогнозується його майбутній профіль, або формуються сподівання щодо його майбутньої кон’юнктури. Ці ринки і дають можливість страхування валютних та цінових ризиків.

Ф’ючерсний ринок в Україні необхідний для реакції на ряд гострих проблем, які не може вирішити спотовий ринок, а саме проблему фінансового страхування позицій учасників економічних відносин та координації їх майбутніх планів. Строковий ринок потрібен для більш ефективного функціонування спотового ринку. Ф’ючерсні ціни несуть інформацію про майбутню кон’юнктуру, допомагають приймати рішення про обсяги виробництва і величину товарних запасів, вони найбільше впливають на попит та пропозицію спотового ринку.

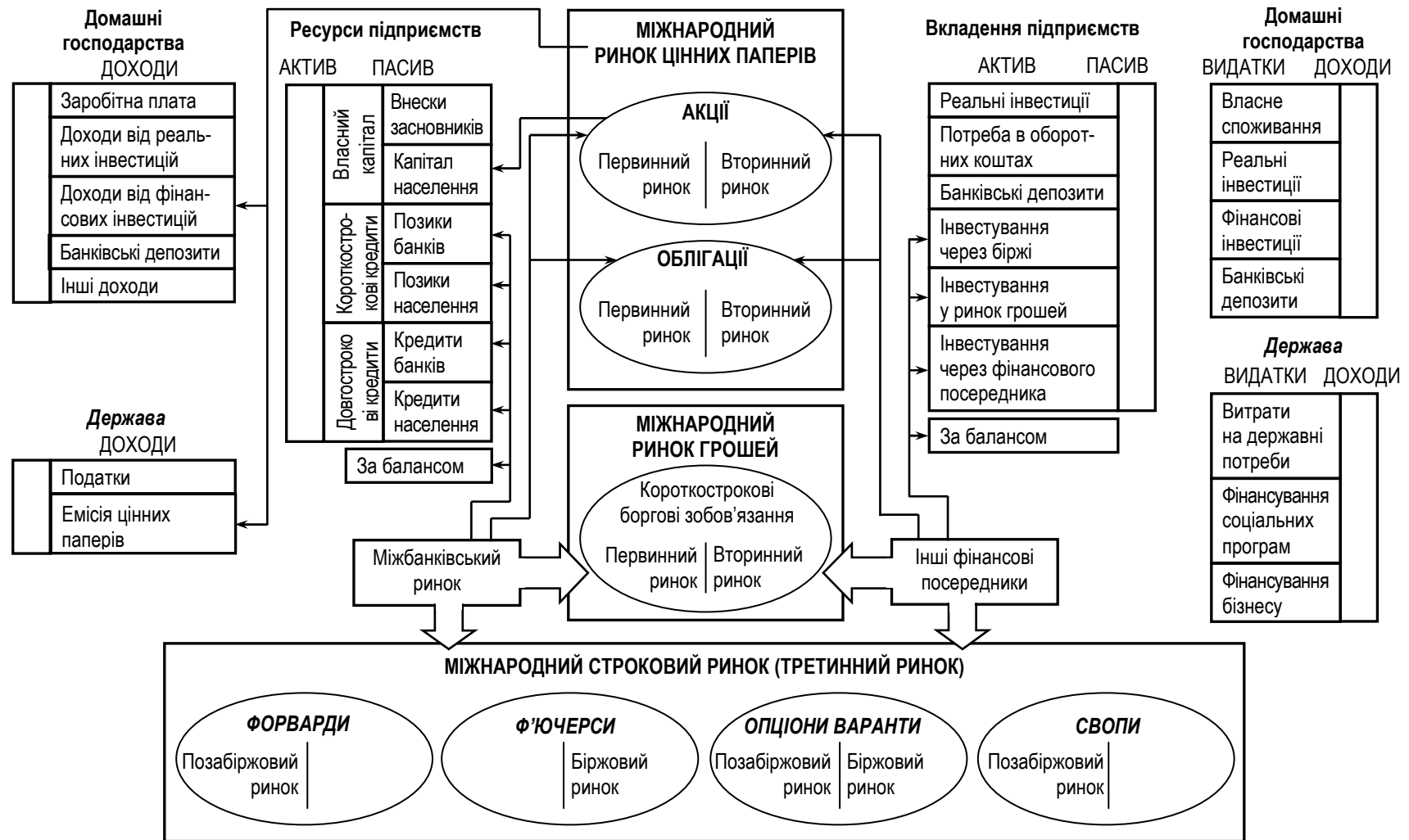


Рис. 1. Місце міжнародних ф'ючерсних ринків у глобальному фінансовому середовищі

Інформація про майбутні курси валюти допомагає визначитись із плануванням зовнішньоекономічної діяльності. При недостатній інформації ціни стають менш гнучкими. Ф'ючерсні ціни роблять більш гнучкими спотові, зменшується амплітуда їх коливань, що дає можливість більш цілеспрямовано вести бізнес, планувати його розвиток на перспективу. Ресурси на спотовому ринку розміщуються більш оптимально.

Одним із головних завдань держави, і України зокрема, є підтримка макроекономічної рівноваги економічних параметрів. Для вирішення завдань економічної рівноваги держава застосовує важелі фіскальної та кредитно-грошової політики. Однак в міру становлення більш організованого економічного механізму цих важелів стає недостатньо, більше того, зловживання ними призводить до зворотного ефекту. Потрібні нові елементи державного втручання.

Економічна діяльність – це діяльність людини, орієнтована і спрямована в майбутнє, а майбутнє пов'язується із раціональними сподіваннями господарюючого суб'єкта. Тому в цілому проблема управління економікою, проблема управління економічною активністю зводиться до управління сподіваннями суб'єктів економіки. Лише підтримуючи у рівновазі сподівання можна підтримувати спотовий ринок у стані динамічної рівноваги.

Ф'ючерсний (строковий) ринок є органічною частиною сучасної ринкової економіки, його інструменти держави використовують для формування майбутніх сподівань, майбутньої економічної кон'юнктури. Оскільки ф'ючерсні і опціонні контракти укладаються на стратегічні види сировини і основні фінансові активи, зокрема іноземну валюту, основні економічні ресурси, вплив держави через укладення таких операцій може бути суттєвим.

Державне замовлення як одна із форм укладання строкових угод (форвардів) є не гнучким, еластичним щодо кон'юнктури та досить затратним. Політика України щодо учасників сільськогосподарських ринків за всі роки реформ була саме такою. Активна участь держави в операціях на строковому ринку могла б сформувати систему гнучкого держзамовлення, що буде постійно уточнюватися. Використання такої системи дало б державі додаткові важелі регулювання розвитку окремих галузей та економіки в цілому.

Крім безпосередньої участі на строковому ринку зернових, цукру, енергоносіїв тощо операції на ринку фінансових ф'ючерсних контрактів (особливо на державні цінні папери) дозволять, на наш погляд, отримати ще один суттєвий важіль регулювання відсоткових ставок. Знизити їх можливо, шляхом викупу Національним банком державних цінних паперів за більш високими курсами, або зменшити норму резервів для банків, або саму величину облікової ставки.

Строкові контракти на державні цінні папери, що їх укладатиме Національний банк, допоможуть вирішити це завдання. Ці заходи, які успішно застосовувалися на зарубіжних ринках, в Україні після падіння фінансової піраміди облігацій внутрішньої державної позики 1998 р. буде дуже важко реалізувати.

Перевага другого методу – формування майбутньої кон'юнктури без суттєвого посилення інфляційних процесів, коли традиційні методи навпаки спричиняють їх. На цьому ринку, крім держави, через Національний банк повинні активно працювати банки та інші фінансові посередники, які через проведення арбітражних операцій формуватимуть відповідний спотовий ринок, продаватимуть ф'ючерсні контракти державі і викуплятимуть облігації, що лежать в основі цих контрактів за більш високими цінами на спотовому ринку. Операції на ф'ючерсному (строковому) ринку є цікавими для держави ще й тим, що дозволяють стимулювати економічну активність вже сьогодні і таким чином залучити додаткові кошти в бюджет, в той же час кошти на майбутні закупівлі будуть потрібні в майбутньому і їх частково можна було б отримати за рахунок цих надходжень.

Сучасний строковий ринок є міжнародним, тому в Україні уже сьогодні можна використовувати його інструменти через координацію зусиль із зацікавленими державами та міжнародними організаціями.

При розробці ф'ючерсних контрактів в Україні було б доцільно звертаючи увагу на зручність строкового інструмента для хеджерів, не забувати про привабливість його для спекулянтів. Адже торговцям зерном та біржовикам українських товарних та аграрних бірж було одразу зрозуміло, що запропонований валютними дилерами навесні 1999 р. зерновий ф'ючерс на одну тонну пшениці не буде користуватися попитом у хеджерів, якими могли б стати і торговці і сільськогосподарські виробники, хоча сам факт зацікавленості учасників валютного ринку товарними ф'ючерсами був досить позитивним і свідчить про можливість у середовищі українських банкірів зародження класу біржових спекулянтів, які зможуть приймати на себе цінові та курсові ризики.

Як свідчить досвід зарубіжних країн, вибір найбільш привабливих для учасників ринку параметрів контрактів лежить у площині, де знання, техніка здійснення угод комбінуються з винахідливістю та інтуїцією. Велике значення має також вирішення проблеми оподаткування хеджевих та спекулятивних операцій. Їх потрібно законодавчо вирішити у процесі становлення строкових (ф'ючерсних) ринків. На зарубіжних строкових ринках спекулянти сплачують доходи за визначеною ставкою для такого виду діяльності. Доходи хеджерів, отримані в процесі укладання ф'ючерсних контрактів, додають до доходів від основної

діяльності, і лише сумарний дохід відлягає оподаткуванню. Запровадження аналогічної практики в Україні дало б, на наш погляд, поштовх для зародження хеджерів, які сьогодні не можуть використати цей перевірений світовою наукою та практикою механізм захисту від цінних та курсових коливань як на товарних, так і на фінансових ринках.

У теоретичному аспекті це означає відповідне трактування доходів від ф'ючерсної торгівлі та існування ризик-премії, що в свою чергу свідчить про те, що спекулятивні доходи та доходи хеджерів повинні оцінюватися по-різному. Спекулянт, беручи на себе ризик зміни ціни або курсу в майбутньому, прийде на ринок лише за умови існування на ньому премії за ризик. Обравши вдалу спекулятивну стратегію, він зможе отримати значні доходи, які і потрібно відповідно оподатковувати. Щоправда, ризик втрат у нього також значний, але в цьому випадку він покаже збитки від здійснення особливо ризикових інвестицій, які також потрібно узаконити у процесі ведення обліку.

Виграшні позиції хеджера на ф'ючерсному ринку не завжди можуть трактуватися як доходи. Як правило, виграні суми на ф'ючерсних біржах покликані перекрити збитки від здійснення операцій на реальних ринках за умови різких змін цін або курсів у небажаних для хеджера напрямках.

Отже, необхідно чітко визначитися з обліком доходів від основної діяльності хеджера при здійсненні операцій на реальних ринках і обліком доходів від проведення хеджевих операцій на ф'ючерсних ринках. За умови співпадання кількості відкритих позицій для страхування реальних активів, доцільно оподатковувати сукупні доходи за ставками оподаткування, які визначені для конкретного виду діяльності, наприклад, для фермера, видобувного підприємства, банку тощо.

Що ж до аналітичної цінності статистичної інформації ф'ючерсних ринків, то для України вона вкрай необхідна. Уже сьогодні відповідальні рішення на рівні уряду та великих виробників і переробників не приймаються без аналізу тенденцій світових цін на перспективу, тобто без інформації із світових ф'ючерсних бірж. Ф'ючерсні ринки розглядаються як ефективний накопичувач, переробник і розподільник інформації.

Пропонується запровадити в країні цілісну концепцію становлення ф'ючерсних ринків всіх активів одночасно (рис. 2).

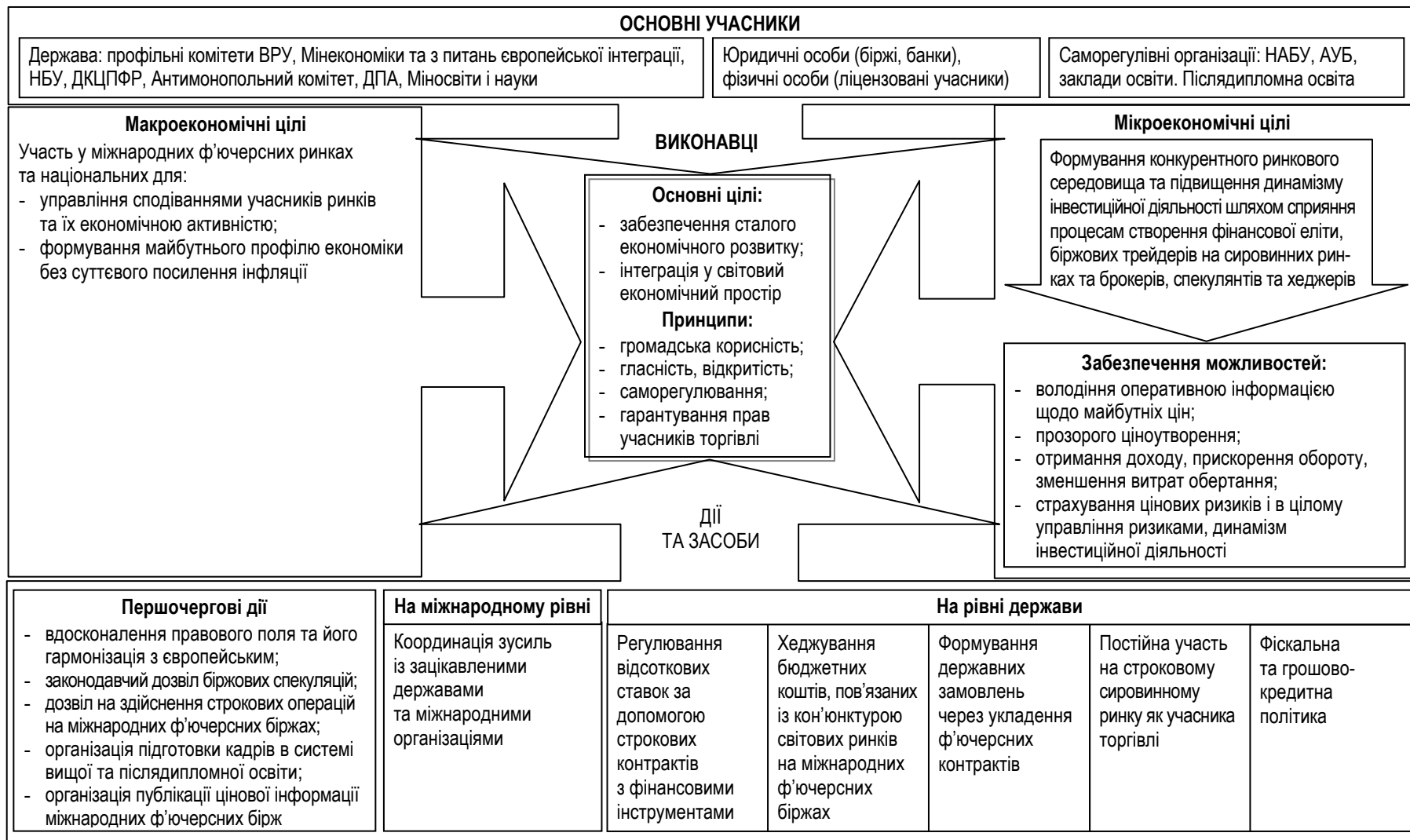


Рис. 2. Концепція становлення ф'ючерсних ринків в Україні

Основою запропонованої концепції є запровадження державного контролю на принципах громадської корисності, гласності та відкритості, довіри, саморегулювання, гарантування прав учасників торгівлі.

До програми першочергових дій, на наш погляд, було б доцільно віднести:

- вироблення відповідного правового поля строкового ринку – не лише біржового законодавства, але й доповненого і розробленого Торговельного, Цивільного та Кримінального кодексів;
- законодавчий дозвіл біржової спекуляції, укладання арбітражних угод і, як обов'язковий наслідок цього, створення умов для проведення хеджевих угод;
- участь Національного банку та інших інституцій держави у формуванні та функціонуванні строкових біржових ринків в Україні;
- участь держави та суб'єктів підприємницької діяльності у міжнародних строкових ринках з метою інтеграції у світову економіку та використання їх інструментів для страхування експортно-імпортних операцій.

Список літератури

1. Васильченко З. Теорія і практика укладання строкових валютних контрактів // Банківська справа. – 1998. – № 1(19). – С. 46-53.
2. Гордон В. Основні фінансові інструменти міжнародного валютного ринку та перспективи їх розвитку в Україні // Финансовые услуги. – 1999. – № 3-4. – С. 30-34.
3. Гордон В. Становлення та розвиток ринку деривативів в Україні // Ринок цінних паперів України. – 2002. – № 11-12, С. 75-78.
4. Кашпір Р., Матвієнко П. Похідні фінансові інструменти в управлінні ризиками комерційних банків // Банківська справа. – 1998. – № 2(20) – С. 8-16, 3(21). – С. 50-55.
5. Маршалл Дж.Ф., Бансал В.К. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1998. – 784 с.
6. Михайлов Д.М. Современные долговые и производные финансовые инструменты рынка ссудных капиталов – М.: Фин. акад. при Правительстве РФ, 1998. – 385 с.
7. Мишкін Ф.С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків: Пер. з англ. – К.: ОСНОВИ, 1998. – 963 с.
8. Міщенко В.І., Науменкова С.В. Організація ф'ючерсного валютного ринку // Фінанси України. – 1998. – № 10. – С. 60-69.
9. Найман Є.Л. Трейдер-Инвестор. – Киев: ВИРА-Р, 2000. – 640 с.
10. Найман Э.Л. Малая Энциклопедия Трейдера. – К.: Альфа-капитал: Логос, 1997. – 236 с.
11. Найман Э.Л. Мастер-трейдинг: секретные материалы. – М.: Альпина паблишер, 2002. – 320 с.
12. Перар Ж. Управление международными денежными потоками. – М.: Финансы и статистика, 1998. – 208 с.
13. Примостка Л.О. Банківський менеджмент. Хеджування фінансових ризиків: Навч. посібник. – К.: КНЕУ, 1998. – 106 с.
14. Примостка Л. Операції хеджування на строкових фінансових ринках // Банківська справа. – 1999. – № 1. – С. 41-43.
15. Сохацька О.М. Ф'ючерсні ринки: глобальні тенденції та становлення в Україні: Дис. на здобуття наукового ступеня д-ра екон. наук. – Тернопіль, 2003. – 545 с.
16. Якимкин В.Н. Рынок ФОРЕКС – Ваш путь к успеху. – М.: Светочь, 1999. – 256 с.
17. Якимкин В.Н. Финансовый дилинг: Книга 1. – М.: ИКФ Омега-Л, 2001. – 496 с.
18. Hicks J.R. Value and Capital, London. – 1939.

19. Keynes J.M. A Treatise on Money, vol 2, London, 1930.
20. <http://www.cme.com>.
21. <http://www.forex.ua>.