

М. І. Мелешко,  
головний спеціаліст, Секретаріат Кабінету Міністрів України

# АНАЛІЗ СТАНУ І ПЕРСПЕКТИВИ ПОДАЛЬШОГО РОЗВИТКУ ТОРГІВЛІ Ф'ЮЧЕРСНИМИ КОНТРАКТАМИ НА УКРАЇНСЬКОМУ БІРЖОВОМУ РИНКУ

*У статті висвітлено стан і перспективи подальшого розвитку торгівлі ф'ючерсними контрактами, розглянуто природу ф'ючерсних ринків, їх сутність, висвітлено ефективність застосування ф'ючерсних контрактів при купівлі-продажу зерна на внутрішньому ринку та шляхи впровадження ф'ючерсної торгівлі контрактами.*

*The article describes trade of futures contracts, their status and development prospects; considers the nature of futures markets, their essence, defines the efficiency of futures contracts when buying — selling grain on the domestic grain market and implements futures contracts' trade ways.*

## ВСТУП

Ф'ючерсні ринки можуть стати ефективним інструментом сільськогосподарських товаровиробників, трейдерів та підприємств харчової переробної промисловості для зменшення цінових ризиків, пов'язаних з сільськогосподарськими товарами. Крім того, можливо, навіть найважливішим є те, що ефективно функціонуючий ф'ючерсний ринок робить ціни найбільш прозорими на ринках сільськогосподарської продукції та надає корисну і недорогу інформацію для всіх учасників ринку, включаючи тих, хто не торгує на товарних біржах.

Ф'ючерсні ринки сільськогосподарської продукції набули важливого значення особливо за останні 20 років, і все більше країн вже створюють ці ринки, як, наприклад, Угорщина та Німеччина у 1990-х роках. Створення ф'ючерсних ринків є також на порядку денному в Україні. Ця стаття висвітлює основні засади функціонування ф'ючерсних ринків і буде корисною тим, хто ще не володіє цим інструментом менеджменту ризиків.

## ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ

Метою даної статті є аналіз стану і перспектив подальшого розвитку торгівлі ф'ючерсними контрактами на українському біржовому ринку [5].

## РЕЗУЛЬТАТИ

Природа ф'ючерсних ринків — це торгівля ризиками, а не зерном. Коли в Німеччині на початку 1990-х років обговорювали ідею створення аграрних бірж для торгівлі сільськогосподарськими ф'ючерсними контрактами, багато фермерів, журналістів і навіть науковців висловлювали негативні передчуття щодо зазначеного.

Якщо звернутися до історичних джерел, то виявимо, що ф'ючерсні ринки сільськогосподарської продукції в США діють ще з 1860 року. Внаслідок різних політичних причин у Німеччині ф'ючерсні біржі було заборонено на дуже тривалий період і лише на початку 1990-х років політики вирішили їх знову легалізувати. Першим занепокоєнням було те, що створення ф'ючерсних бірж досить негативно впливатиме "малих виробників", оскільки багато людей вірили, що ф'ючерсні ринки даватимуть користь лише великим гравцям і що ці ринки лише погіршать становище фермерів. Значна частина людей вірила, що ф'ючерсні ринки є ще одним маркетинговим каналом.

Тобто наявність ф'ючерсних ринків означала, що фермери могли продавати свою продукцію не лише місцевим елеваторам або переробним підприємствам, а й на ф'ючерсних біржах.

Звичайно, зазначені оцінки невірні. Насправді ф'ючерсні ринки надають цінну і недорогу інформацію всім учасникам ринку, особливо дрібнотоварним виробникам сільськогосподарської продукції, фермерам, які за нормальних умов неспроможні утримувати свою власну систему збирання ринкової інформації. Це означає, що ф'ючерсні ринки, перш за все, поліпшують доступну для фермерів інформацію, тим самим підвищуючи їх конкурентоспроможність порівняно з великими гравцями. По-друге, ф'ючерсні ринки не є новим каналом збуту. Основною ідеєю роботи ф'ючерсних ринків є торгівля ризиками, а не сільськогосподарською продукцією, такою як зерно. На ф'ючерсні ринки дивляться скептично, можливо, тому, що вони комплексні, а їх засади функціонування потребують деяких пояснень.

Природу ф'ючерсних контрактів можна пояснити за допомогою історії розвитку форвардних контрактів. Форвардні контракти використовуються Аграрним фондом для закупівлі лише продовольчого зерна до державного інтервенційного фонду. У типових форвардних контрактах два партнери узгоджують майбутнє постачання певної кількості товару: наприклад, у березні товаровиробник підписує контракт, в якому він обіцяє Аграрному фонду поставити в серпні цього ж року 100 тонн пшениці 3-го класу. Це приватний контракт і партнери за контрактом повинні узгоджувати багато деталей індивідуально, а саме: якість зерна, дата постачання та місце, хто доставить зерно; якщо одна із сторін розриває контракт — інша вживає відповідних санкцій. Такий контракт укладається на добровільних засадах, він надає багато переваг партнерам по контракту. Обидва партнери знають про ціну та якість постачання наперед. Це дає змогу товаровиробникам зерна планувати свій виробничий процес, а переробним підприємствам — використовувати свої складські та переробні потужності ефективніше, що зумовлює зниження витрат[2].

З іншого боку, якщо такий контракт підписано, від нього важко відмовитися, навіть якщо товаровиробник не може поставити відповідний товар (наприклад, через поганий урожай). У цьому випадку застосовується механізм примусового виконання форвардного контракту. Часто виникає ситуація, коли ринкова ціна є нижчою від очікуваної. У цьому випадку покупець має стимул не вимагати постачання товару за умовами форвардного контракту, а закуповувати його на ринку за спотовою ціною. Якщо ж, з іншого боку, ціна зросла, продавець має стимул розірвати форвардну угоду.

Гарантування виконання контрактів стало причиною, що в 1860-х роках в Чикаго було створено систему, яка гарантувала виконання контрактів простим шляхом. Фактично ця, так звана клірингова система, лежить в основі будь-якої біржі світу. Якщо два партнери підписали контракт у березні на постачання в серпні 100 т зерна за ціною 500 грн./т, вони наймають третю незалежну сторону. Ця сторона, яку називають кліринговим домом, забезпечує виконання умов контракту. Після підписання контракту обидва контракти вносять депозитні внески (маржу) кліринговому дому. Якщо маржа становить, наприклад, 10 % вартості контракту, вона дорівнює 5 000 грн. за контракт описаний вище (10 % від 100 т \* 500 грн./т).

Якщо ціна дорівнює 500 грн. за одну т, це означає, що ніхто не втратить (покупець, продавець) прибутків порівняно із ситуацією при очікуваній ціні, за таких умов кліринговий дім повертає можливу сплачену маржу. За умови, якщо ринкова ціна зростає до 550 грн. за тону — покупець виграє, оскільки згідно з контрактом він платить за тону 500 грн., а контракт передбачає на спотовому ринку 550 грн. за одну тону, тобто замість 55 000 грн. він платить лише 50 000 грн., оскільки це передбачено контрактом (продавець міг би продати товар за ціною 550 грн. за тону) і продавець зацікавлений розірвати контракт, проте якщо він це зробить, то кліринговий дім не поверне належні йому 5 000 грн. маржі, тобто її отримає покупець. Отже, покупець може отримати свою маржу плюс маржу продавця.

Дуже важливо: хто розриває контракт — покупець чи продавець, — не має ніякого значення для іншого партнера, тому що кліринговий дім компенсує іншій стороні точно таку ж суму, яка була втрачена. Цей механізм про-

стий. Якщо кожен партнер контракту вносить депозит кліринговому дому в розмірі певного процента від загальної вартості контракту, це гарантує виконання контракту до тих пір, поки ціна зміниться не вище цього процента. Маржа клірингового дому в 10 % (20 %) дає можливість отримувати прибутки або збитки від зміни ціни на 10 % (20 %).

Система внесення маржі кліринговому дому не єдина особливість, яка відрізняє ф'ючерсний ринок від форвардного. Другою важливою відмінністю є стандартизація контрактів. Специфікація ф'ючерсних контрактів не встановлюється індивідуально партнерами контракту. Партнери купують контракти, стандартизовані біржею. Типовим ф'ючерсним контрактом на Чиказькій товарній біржі є контракт на пшеницю. Специфікаціями контракту є розмір (5 000 бушелів пшениці, один бушель пшениці дорівнює 27,216 кг), клас (№ 2 м'яка червона, № 2 тверда червона озима та інші класи), місце постачання (наприклад, порт або кілька портів на річці Міссісіпі) і місяць постачання (липень, вересень, грудень, березень і травень). Останнє означає, що на ф'ючерсних біржах продаються різні контракти на один товар; ці контракти ідентичні у всіх аспектах, окрім дати постачання. Тому учасник, який бажає використати ф'ючерсний контракт, наприклад у Чикаго, повинен визначити місяць постачання, а потім купувати чи продавати контракт на біржі за ціною, яка встановилася на день здійснення операції.

Реальне постачання — виняток, а не правило. Тому ф'ючерсні контракти сертифікують зобов'язання поставити (продавця) або прийняти (покупця) певну кількість певного товару в певному місці і у певний час (місяць постачання).

Продавці і покупці рідко зацікавлені в реальному постачанні товару за контрактом, вони рідко використовують ф'ючерсні ринки для торгівлі фізичним товаром, а лише як інструмент управління ризиками.

Зауважимо, покупець і продавець завершують контракт торгівлею реальним фізичним товаром на спотовому ринку. Для розірвання їх відповідних зобов'язань щодо купівлі і продажу на ф'ючерсному ринку, вони продаватимуть або відповідно купуватимуть заміщувальні ф'ючерсні контракти незадовго до дня виконання контракту. На більшості ф'ючерсних бірж усього світу реально виконується лише 2 % усіх контрактів на постачання фізичного товару. Ф'ючерсна біржа не є новим маркетинговим каналом для товарів, а лише місцем для торгівлі ризиками при зниженні чи підвищенні цін.

Відмінності між форвардним і ф'ючерсним контрактами включають стандартизацію, можливість торгівлі, гарантування виконання контракту, здійснення платежів, трансакційні витрати (усі витрати, пов'язані з пошуком контрактного партнера, переговорами, підписанням контракту і забезпеченням виконання умов контракту) і ризики.

Ф'ючерсні ринки є ефективним інструментом для всіх учасників ринку, який підвищує прозорість і надає цінову інформацію, яка за інших умов не була б доступною в такій формі. Добрим прикладом є Нідерланди. Голандські фермери, які продають свиней на забій, часто використовують ціни Амстердамської біржі як основу для своїх переговорів з бійнями. Котирування Амстердамської біржі легкодоступні за телефоном або через Інтернет. Наявність цієї інформації для всіх учасників зменшує переваги великих трейдерів або інших учасників ринку, які вони могли б мати перед малими фермерами без наяв-

ності такої інформації. Ф'ючерсні ринки також допомагають фермерам робити кращі цінові прогнози. Фермери можуть використовувати цю інформацію для планування свого виробництва, наприклад зменшити площу посіву для тих культур, на які очікується зниження цін.

Маркетинговий 2009/10 рік в Україні є добрим прикладом, коли така інформація була б особливо корисною. Наприклад, функціонування ф'ючерсних контрактів на пшеницю 3-го класу з постачанням у вересні могло б мати такі переваги:

1. Учасники ринку протягом року мали б найновішу інформацію. Ще на початку року, наприклад, у грудні або січні, вони б зрозуміли, що ціни на пшеницю після великого врожаю значно зменшаться, тому що Україна перейде від ситуації імпортера в ситуацію експортера пшениці 3-го класу.

2. У березні, квітні, коли стає особливо зрозуміло, що весняні польові роботи є досить успішними, — Міністерство аграрної політики підвищує свій прогноз щодо валового збору зернових до 50 млн т, тоді б учасники ринку на біржах не приймали б ціну, вищу від ціни світового ринку. Тому ціна, за якою укладалися б контракти у вересні, скоріше за все була б меншою [4].

3. Проте це не змінило б ціни на спотовому ринку в першій половині 2010 року. На той час Україна вже була в імпортній ситуації щодо продовольчої пшениці. Тому з ф'ючерсним ринком або без нього млини повинні були б платити світову ринкову ціну плюс витрати на транспортування, плюс імпортне мито на зерно.

4. Зменшення ціни для вересневого ф'ючерсного контракту на пшеницю 3-го класу надало б цінну інформацію про очікувані ціни після збирання врожаю 2010 року. Цю інформацію мали б усі учасники ринку: сільськогосподарські виробники, трейдери, банки, постачальники матеріально-технічних ресурсів та політики.

5. Загалом така інформація надає можливість товаровиробникам приймати ефективніші рішення про використання засобів виробництва, а тому й про обсяг виробництва зерна. Це допомагає власникам млинів та інших переробних підприємств у переговорах про встановлення цін з виробниками і трейдерами, надає банкам корисну інформацію про доходи, які можуть отримати виробники, та про їх кредитоспроможність.

Однак, важливо пам'ятати, що:

1. Ф'ючерсні ринки не мають систематичного впливу на коливання цін на аграрних ринках. Поліпшуючи наявну інформацію для всіх учасників, вони можуть підвищити ефективність прийняття рішень про виробництво, зберігання і збут. Хоча це може призвести до згладжування певних цінових піків, ступінь цього впливу тяжко переоцінити. Функціонування ф'ючерсних ринків, однозначно, не змінює головних ринкових складових, які визначають спотові ціни, такі як торговельна позиція України або рівень світових ринкових цін.

2. Ф'ючерсні ринки не мають нічого спільного з системою інтервенційних цін. Гарним прикладом цього є ситуація, яка склалася на зерновому ринку в 2010 році. Ф'ючерсний ринок лише "передбачив" би різке зменшення ціни раніше, але він нічого не зробив би, щоб зупинити це зменшення. Тому навіть за умови наявності ф'ючерсного ринку в Україні, ціни на зерно були б такі ж, що склалися після збирання врожаю 2010 року.

За оцінками багатьох експертів, повноцінного, тобто класичного, ф'ючерсного ринку в Україні нині немає, хоча і були спроби його започаткувати.

Першою такою спробою можна вважати організацію торгівлі ф'ючерсними контрактами на Українській фондовій біржі на початку 1996 року. Ринок тоді не працював — біржовий (фондовий) ринок і його інфраструктура не були розвинені достатньою мірою для того, щоб прийняти новий інструмент, була також відсутня оптимальна законодавча база для розвитку цього сегмента ринку [1].

Наступна спроба запровадити торгівлю зазначеними контрактами була у другій половині 1996 року, коли Київська універсальна біржа (КУБ) почала торгувати валютними ф'ючерсними контрактами. Базовим активом контракту виступав американський долар, а строки його реалізації сягали шести місяців.

З 1997 року фахівці КУБ організували торгівлю ф'ючерсними контрактами на державні облигації. Торгівля ними мала деякі особливості. Угоди укладалися лише на певний вид облигацій — шестимісячні облигації всеукраїнської державної позики (ОВДП), які розміщувалися на первинних аукціонах Національного банку України раз на тиждень. Предметом торгівлі була середньозважена ціна облигації.

На початку функціонування ринку строкових контрактів інтерес до нових фінансових інструментів був досить високим. За невеликий період торгівлі валютними ф'ючерсами на Київській універсальній біржі (з жовтня 1996 року по червень 1997 року) було продано і куплено 650 контрактів на суму 650 тис. дол. Значно менше (всього 111) укладено угод із купівлі-продажу контрактів на ОВДП (ринок цих інструментів проіснував лише півроку).

З плином часу інтерес до торгівлі строковими контрактами став згасати, а згодом ринок зовсім занепав. Причиною занепаду стала відсутність зацікавленості до цих механізмів у суб'єктів, які займалися страхуванням ризиків, тобто у хеджерів. Як відомо, ф'ючерсний ринок може діяти лише за умови спільної участі двох груп: інвесторів, хедерів (спекулянтів), які страхують ризики небажаних цінових змін, тобто мають мету передати ризик, та спекулянтів, які готові прийняти на себе певний ризик з метою отримання прибутку.

У країнах із розвиненим ринком ф'ючерсних контрактів між інвесторами та хеджерами (спекулянтами) підтримується необхідний баланс. В Україні зі створенням ринку на Київській універсальній біржі угоди укладали лише дрібні спекулянти, які з часом (внаслідок невеликих обсягів ринку і стабільного курсу гривні) втратили інтерес до торгівлі ф'ючерсними контрактами. Однак розвиток подій на фінансових ринках України свідчив, що робота з деривативами вкрай необхідна. Цього разу вже фахівці Української міжбанківської валютної біржі (УМВБ) зробили спробу організувати торгівлю ф'ючерсними контрактами. З кінця грудня 1997 року після тривалої підготовчої роботи ринок строкових цінних паперів почав функціонувати.

У 1998 році на УМВБ відбувалися торги ф'ючерсними контрактами з різними строками виконання на курс гривні відносно долара США, німецької марки і російського рубля. Торгівля контрактами здійснювалась без постачання базового активу. В подальшому передбачалось запровадження контрактів з постачанням, а також використання нових базових активів, таких як ОВДП — процентні ставки, фондові індекси тощо.

Розрахунковим центром і гарантом виконання угод, які укладалися в секції строкового ринку УМВБ, був банк "Кліринговий Дім". Саме він відкривав маржеві рахунки

учасників торгів, робив перерахунок позицій наприкінці кожного торговельного дня та перераховував суму виграшу з рахунку сторони, яка програла, на рахунок сторони, яка виграла.

Згідно з правилами торгів на цьому ринку можуть працювати як юридичні особи зі статусом членів секції строкового ринку, так і фізичні — індивідуальні торговці. За станом на 26 лютого 1998 року членами секції були 16 банків і компаній, у тому числі, такі як Credit Lyonnais Bank, АКБ "Україна", Кредитний інвестиційний банк, Перший інвестиційний банк, Укркредитбанк. Із першого дня участь у торгах брала Львівська філія УМВБ. Велась також робота щодо залучення до торговельно-клірингової системи філій УМВБ у Харкові і Дніпропетровську.

У перших торгах на УМВБ взяли участь чотири банки, але було укладено лише дві угоди. На початку 1998 року обсяги продаж на ринку строкових контрактів зростали, хоча кількість учасників ринку скоротилася до трьох.

На весь час роботи ф'ючерсного майданчика на УМВБ продано і куплено строкових контрактів на суму 2,3 млн дол. США.

Загалом засади функціонування ринку строкових контрактів на ГУМВБ із точністю до навіпаки повторюють досвід ф'ючерсного майданчика Київської універсальної біржі: якщо на КУБ працювали здебільшого дрібні спекулянти, то на УМВБ укладалися в основному хеджові угоди. Причому внаслідок низької ліквідності ф'ючерсного ринку у його операторів виникла спокуса маніпулювати цінами контрактів. УМВБ доводилося вживати певних заходів щодо запобігання таким ситуаціям, зокрема переглядати ціни відкриття, ліміти зміни цін і зміни розрахункової ціни в доларових контрактах.

На превеликий жаль, фінансова криза восени 1998 року звела майже нанівець перші успіхи економічних реформ в Україні. Похитнулася національна грошова одиниця — гривня, фінансовий ринок став зовсім непрогнозованим. Зменшились обсяги ринку боргових зобов'язань та корпоративних цінних паперів, особливо облігацій внутрішньої державної позики та акцій приватизованих підприємств. Торгівля строковими контрактами практично призупинилася.

Окрім загальновідомих факторів, що спричинили кризу фінансового ринку, немалу роль відіграло й те, що цей ринок не був структурований по вертикалі. На ньому і нині відсутня ціла низка необхідних сегментів, які в світовій практиці прийнято називати ринком похідних фінансових інструментів. У період економічної нестабільності, різких перепадів цін та курсів ці інструменти, завдяки прогнозуванню майбутніх цін, забезпечують сталу роботу фінансових інститутів та підприємств. Той факт, що строковий ринок України не міг виконати хоча б частково це завдання, свідчить про його "зародковий" рівень [3, с. 63].

Необхідно зауважити, що фінансові ф'ючерси та опціони є складними інструментами, з точки зору зарубіжних економістів-аналітиків вони є вершиною майстерності та глибини знань біржового брокера. Тому застосування їх брокерами потребує від них глибоких теоретичних знань та постійної практики.

Але все-таки найбільшою проблемою було небажання і невміння урядових структур створити умови для функціонування прозорого та прогнозованого ринку, нерозуміння самими суб'єктами ринку економічної суті похідних фінансових інструментів, невміння використовувати їх як страхові засоби та додаткові джерела доходів.

Не сприяла розвитку ринку також наявна податкова система.

## ВИСНОВКИ

Як і в інших країнах, де ф'ючерсні ринки до недовільного часу були невідомими (Німеччина є добрим прикладом), в Україні природу і механізм функціонування ф'ючерсних ринків часто розуміють неправильно. Можна зробити такі висновки:

1. Ф'ючерсний ринок розвивався історично і логічно окремо від форвардних контрактів. На відміну від форвардних, ф'ючерсні контракти стандартизовані, тобто біржею стандартизується кількість, якість, дата і місце постачання певного товару.

2. Ф'ючерсними контрактами торгують на ф'ючерсних біржах, які надають місце для проведення торгів і одночасно виконують функцію клірингових домів. Кліринговий дім, за інших незмінних умов, відповідає за систему маржі і перегляд маржі. Маржа є депозитом, внесеним учасниками ринку, вона гарантує виконання контракту в будь-який час.

3. Ф'ючерсні ринки не є новим маркетинговим каналом. Основною ідеєю, на якій побудований ф'ючерсний ринок, є торгівля ризиком, а не фізичним товаром. На ф'ючерсних ринках ризик перекладається від тих, хто не готовий його нести (фермери, переробні підприємства або трейдери), на спекулянтів, які хочуть і готові ризикувати.

4. Ф'ючерсні біржі надають фермерам, трейдерам та переробним підприємствам можливість зменшення цінового ризику, пов'язаного з операціями з сільськогосподарськими продуктами. Цей механізм називається хеджуванням. Хеджування на ф'ючерсних ринках коштує близько 0,2—0,5 % вартості контракту. Більше того, при хеджуванні необхідно депозитувати маржу, тобто хеджування знижує їх ліквідність.

5. Ф'ючерсні ринки надають цінну і недорогу інформацію для всіх на ринку, особливо для фермерів, які за нормальних умов не мають можливості підтримувати свою власну систему збирання ринкової інформації. Тому ф'ючерсні ринки сприяють поліпшенню відносної конкурентоспроможності фермерів та інших "малих гравців" аграрних ринків.

6. Ф'ючерсні ринки систематично не зменшують коливання цін на ринках аграрної продукції. Вони також не мають нічого спільного з системою інтервенційних цін. Тому функціонування ф'ючерсного ринку в Україні змогло б запобігти б зниженню цін після збирання врожаю 2010 року.

## Література:

1. Закон України від 10 грудня 1991 р. № 1956-XII "Про товарну біржу".
  2. Закон України "Про державну підтримку сільського господарства України" від 24 червня 2004 р. № 1877-IV. Стаття — 17.
  3. Актуальні проблеми аграрної реформи в Україні в умовах системної світової кризи економіки / Координаційна рада з питань аграрної політики при Кабінетові Міністрів України. — К., 2009. — С. 63.
  4. Постанова Кабінету Міністрів України від 26 грудня 2005 р. "Про створення Аграрної біржі": <http://www.kmu.gov.ua>
  5. Мелешко М. І. Стан розвитку та шляхи удосконалення біржового аграрного ринку // Економіка та держава. — 2010. — № 5. — С. 109—111.
- Стаття надійшла до редакції 09.06.2010 р.*