

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПРИРОДА И СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКАЯ РОЛЬ СРОЧНОГО РЫНКА В НАЦИОНАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКЕ

Е.Ю. Ливанова

Нижегородский государственный университет

Статья посвящена проблеме необходимости изучения возможностей, предоставляемых срочным рынком для хеджирования положения участников экономической деятельности. Сегодня российская экономика нуждается в развитии срочного рынка как важнейшего элемента управления рисками и рыночного ценообразования. Это особенно важно ввиду существенной нестабильности отечественной экономики, развитие которой сопровождается высоким уровнем рисков на сырьевых и финансовых рынках. Однако отсутствие среди отечественных экономистов единого подхода к проблематике срочного сектора затрудняет проведение как теоретических, так и практических изысканий в этой области.

Логика развития хозяйственных отношений на современном этапе, когда в экономике функционирует большое количество взаимосвязанных рынков, последствия глобализации, усиление открытости и информатизации экономической системы приводят к тому, что изменение цены активов на любом из рынков в большей или меньшей степени оказывает влияние на положение всех субъектов экономических отношений. Наличие ценового риска предопределяет специфическую деятельность экономических субъектов по оценке и управлению его уровнем.

Всю совокупность операций в финансовой системе целесообразно разделить на *непосредственно обслуживающие движение денежных средств* в процессе общественного воспроизводства и *вспомогательные*, предназначенные для управления ценовым риском по основным операциям. Такая дифференциация обусловлена специфическим инструментарием вспомогательных операций, особыми формами и методами использования денежных фондов при их проведении.

Анализируемые операции представляют собой сделки по поводу будущей цены актива. Поскольку сделка будет исполняться через некоторый промежуток времени (закключаться на определенный срок), то одним из признаков финансового инструмента, управляющего ценовым риском, является его срочность. Помимо срочности рассматриваемым операциям присуще и другое важное свойство, связанное с тем, что их стоимость зависит от цены актива, составляющего их базу. Иначе говоря, эти инструменты являются производными по отношению к активу, по которому регулируется ценовой риск.

Среди отечественных исследователей и практиков не существует единого мнения по поводу того, какой из указанных признаков является главным и возможно ли однозначное толкование таких инструментов по функциональному признаку снижения риска. Более того, изучая одни и те же инструменты (форварды, фьючерсы, опционы и др.) исследователи используют различные термины для обозначения обобщающей экономической категории: дериватив (от англ. *derivative* — производный, вторичный, несамостоятельный), срочный контракт, производный финансовый контракт, производная ценная бумага, производный инструмент на основе контракта, инструмент хеджирования и др. Большинство специалистов используют термины «срочный контракт» и «производный финансовый

инструмент» как полные синонимы, поскольку на них приходится подавляющая часть производных активов. Вместе с тем они подчеркивают, что понятие производного инструмента является более широким, чем срочного контракта, и включает, в частности, такие инструменты, как депозитарные расписки.

По нашему мнению, производность рассматриваемых финансовых инструментов обусловлена их срочной природой. Можно предложить следующее определение таких инструментов: *срочные сделки — это специфические инструменты финансового рынка, используемые для управления ценовыми рисками и основанные на будущей стоимости базового актива.*

Назовем главные функции производных финансовых инструментов.

Определение базовой рыночной цены активов. Производные финансовые инструменты широко используются в биржевой торговле. Их котировки определяют цену основных сырьевых товаров — нефти, газа, угля, электроэнергии.

Экономия затрат при приобретении активов. Производные финансовые инструменты снижают затраты на проведение финансовых операций. Кроме того, с их помощью минимизируется объем первоначальных вложений, необходимых для приобретения того или иного актива (в конструкцию производных финансовых инструментов, как правило, закладывается рычаг — левверидж, позволяющий при наступлении определенных событий, извлекать выгоду большую или нести расходы меньшие, чем объем первоначальных вложений в приобретение контракта).

Снижение рисков, предотвращение убытков и контролирование величины прибыли. При правильном использовании производные финансовые инструменты уменьшают риск возникновения убытков и снимают ограничения на принятие значительных рисков, если этот фактор играет ключевую роль при выработке инвестиционного решения. Рынок производных финансовых инструментов предоставляет его участникам целый спектр механизмов хеджирования рисков и управления ими (распределения рисков во времени, их перераспределения среди других участников рынка). Подобные инструменты уменьшают неопределенность величины будущих доходов и расходов и применяются участниками рынка не только для ограничения рисков, но и для регулирования объемов прибылей от будущих операций.

Получение прибыли от спекулятивных операций. Использование леввериджа порождает спекулятивный мотив; участники рынка могут принимать большие риски при фиксированных первоначальных инвестициях и сравнительно низких затратах на обслуживание операций с производными финансовыми инструментами.

В соответствии с предложенным выше определением можно выделить следующие основные функции срочного рынка.

1. *Управление риском*, которое понимается как страхование от риска индивидуального участника и перераспределение рисков между всеми участниками рынка. Данная функция играет на рынке двоякую роль. Во-первых, при помощи срочных инструментов можно управлять уже существующими рисками, вытекающими из операций на рынке базисного актива. Во-вторых, срочный рынок позволяет его участникам заранее застраховать свои позиции, создавая тем самым потенциал для осуществления инвестиционных проектов, которые раньше реализовать было невозможно. Заключение срочных сделок снижает риск владения базисным активом, что способствует увеличению объемов спотового рынка.

2. *Предоставление информации экономическим агентам*, суть которой вытекает из предложенной Дж. М. Кейнсом функции установления будущей цены. Формируемая на срочном рынке цена определяет конъюнктуру в будущем, что

приводит к соответствующей координации планов хозяйствующих субъектов (изменение товарных запасов, осуществление инвестиций и пр.). Кроме того, информация, предоставленная срочным рынком снижает трансакционные издержки получения сведений о состоянии экономики в целом, поскольку она отражает ожидания многих субъектов. В результате ослабляется монополия крупных фирм на владение экономической информацией, доступ к которой получают средние и мелкие субъекты, что усиливает конкуренцию на спотовом рынке. Срочный рынок повышает качество экономической информации, что ускоряет реакцию цен на основных рынках на изменение экономической конъюнктуры, а также уменьшает амплитуду колебаний спотовых цен. Таким образом, срочный рынок играет огромную макроэкономическую роль, ведь он содействует более эффективному распределению ресурсов в экономике, а, следовательно, повышению качества принимаемых решений, даже если хозяйствующие субъекты непосредственно не участвуют в срочных операциях.

3. *Спекулятивная функция* срочного рынка создает возможности для получения так называемой спекулятивной прибыли за счет биржевой игры на разнице курсов срочных инструментов. И Дж.М. Кейнс, и Дж. Хикс подчеркивали положительную роль спекулянтов на срочном рынке, поскольку они: 1) правильно предсказывают срочную цену, укрепляя тем самым стабильность рынка; 2) ограничивают колебания срочной цены. Их главной функцией на рынке является принятие на себя рисков хеджеров.

4. *Обеспечение эффективности рынка.* Согласно гипотезе эффективного рынка «давление на рынок, оказываемое интенсивной конкуренцией между спекулянтами и арбитражерами, пытающимися использовать информацию и отклонения от ценовых пропорций, приведет к тому, что конкурирующие рынки будут всегда информационно эффективными» [1]. Можно считать, что ни один из участников рынка не обладает всей полнотой информации, но, осуществляя сделки, контрагенты передают свои частные прогнозы рынку относительно его будущего состояния. Следовательно, в рыночной цене находит отражение информация, которой располагают все участники рынка, и рыночный прогноз будет точнее прогноза любого из участников. Условиями существования эффективного рынка выступают наличие на нем срочного сегмента, а также присутствие спекулянтов и арбитражеров, действия которых поддерживают его эффективность.

В ходе рыночных реформ большинство российских производителей сырья переориентировались на мировые рынки сбыта, что было обусловлено резким падением потребления их продукции в стране. Во многих отечественных сырьевых компаниях доля экспорта значительно превышает долю продаж на внутреннем рынке. Цены на сырьевые товары характеризуются высокой волатильностью, что способствует неопределенности доходов от экспорта. Рыночные риски, связанные с движением цен на мировых товарных рынках, оказывают существенное влияние на финансовые показатели предприятий, оперирующих в международном бизнесе.

Основными стратегиями управления ценовым риском для экспортоориентированных предприятий сегодня являются:

- Создание стабилизационного фонда;
- Хеджирование рисков фьючерсными контрактами и опционами.

Если критическая цена на продукцию предприятия невысока и его руководство достаточно консервативно, то для страхования ценовых рисков можно использовать стабилизационный фонд. Это позволяет при небольших затратах на фондирование обеспечивать бесперебойную работу компании на протяжении

длительного периода времени. Если же критическая цена достаточно высокая, то стабилизационный фонд является малоэффективным инструментом управления ценовым риском. В этом случае для хеджирования рисков следует применять фьючерсы или опционы, что дает возможность компенсировать потери на рынке спот за счет прибыли на срочном рынке.

В 2004 году правительство РФ активно использовало стабилизационный фонд для управления рисками, связанными с колебаниями цен на нефть. Целесообразность применения подобной стратегии должна быть обоснована предпочтениями по риску руководства страны и критической ценой не нефть, то есть такой, при которой обеспечивается выполнение основных параметров бюджета. Если критическая цена, заложенная в государственный бюджет, невысока по сравнению с текущими ценами, то для управления ценовым риском можно использовать стабилизационный фонд. Если же он близка к текущим мировым ценам на нефть, то целесообразно разработать стратегию хеджирования доходов, получаемых от экспорта энергоресурсов.

В настоящее время товарные рынки в России характеризуются значительным и неоправданным разбросом цен (как спроса, так и предложения), большой неопределенностью уровня цен в краткосрочном и среднесрочном периоде. Одна из причин этого — отсутствие в России развитых ценообразующих институтов, к которым относятся биржи. Они позволяют осуществлять в одном месте концентрацию спроса и предложения на инструменты товарного, финансового и фондового рынков, определять их объективную рыночную цену, а также выполнять операции по страхованию ценовых рисков производителям и потребителям товарной продукции, инвестиционным компаниям, банкам и другим структурам от потенциально возможных убытков, обусловленных неблагоприятным изменением ценовой конъюнктуры. Основным движущим фактором развития биржевого товарного рынка был дефицит информации о ценах спроса и предложения на товары. По мере налаживания хозяйственных связей и установления прямых договорных отношений, потребность в биржах наличного товара, функционирующих в подобного рода формах, постепенно отпала. В 1999 году в России число товарных бирж уменьшилось на 14%, а доля продаж через биржи сегодня составляет менее 0,1% от общего объема продаж. В структуре биржевой торговли преобладающую долю составляют продукция агрокомплекса (75%), товары легкой промышленности, цветные металлы и изделия из них составляют по 4%, продукция химической промышленности — 2%, топливо, нефть и нефтепродукты — 1,5%. Не получили широкого распространения торги, связанные с поставкой продукции (товаров) в будущем периоде (фьючерсы и опционы), вследствие чего товарные биржи пока не влияют на процесс ценообразования и страхования торговых операций. В отличие от западных биржевых рынков, где вначале развивался товарный рынок и лишь впоследствии рынок финансовых инструментов, российский биржевой рынок изначально не был ориентирован на операции с товарными контрактами. В то же время биржевой товарный рынок и определяемые им котировки по основным товарным группам объективно необходимы как государству, так и субъектам рынка.

Говоря о контрактах, которые в перспективе могут появиться на рынке, важно выделить основные факторы, необходимые для успешного развития торговли:

- развитый рынок базового актива (для возможности исполнения и хеджирования срочных контрактов);
- базовый актив должен быть волатильным;
- информационная прозрачность рынка базового актива;

- невозможность манипуляции ценами спот-рынка;
- через назначение маркет-мейкеров биржа должна обеспечивать минимальную ликвидность рынка;
- интерес к инструменту должен существовать со стороны разных типов инвесторов: хеджеров, спекулянтов, арбитражеров;
- биржа, организующая торги, должна обладать хорошей репутацией и надежным финансовым состоянием.

При наличии вышеперечисленных факторов, срочные контракты на данный момент могут торговаться только на наиболее крупных биржах, а в качестве базового актива могут выступать доллар, евро, наиболее ликвидные акции крупнейших компаний и национальный фондовый индекс RTS. В перспективе должны развиваться производные на процентные ставки: государственные облигации, корпоративные облигации, ставки межбанковских кредитов.

Важнейшим сектором российского срочного рынка должен стать товарный сектор, а именно, внедрение срочных инструментов на товарные активы: фьючерсы и опционы на электроэнергию и на нефть и нефтепродукты. В странах с развитой рыночной экономикой этот сектор призван обеспечивать прозрачное ценообразование на важнейшие для экономики страны товары: нефть и нефтепродукты, электроэнергия, металлы, зерно, сахар. Однако, в России именно этот рынок будет наиболее сложно построить в силу территориальной и ведомственной раздробленности внутренних товарных рынков. В определенной мере становление рынка усложнит и тот факт, что большинство контрактов на нем должны быть поставочными, что также предполагает создание нормативной базы по складским сертификатам.

Таким образом, в развитии срочного рынка в России заинтересовано и государство, и действующие и потенциальные участники рынка. В связи с особой важностью рынка для экономики страны в целом, государство и организаторы торгов должны работать осторожно и сообща, учитывая мировой опыт. Применение производных для страхования валютных, фондовых рисков и рисков, связанных с долговыми инструментами ускорит развитие этих сегментов финансового рынка и расширит спектр участников, в первую очередь, за счет консервативных инвесторов и большого количества промышленных и торговых предприятий, нуждающихся в страховании рисков.

Литература

1. Маршалл Дж., Бансал В. Финансовая инженерия. Полное руководство по финансовым нововведениям, с. 268.
2. Забулонов А. Производные финансовые инструменты: теоретический подход с учетом реалий рынка // Вопросы экономики, 2003. № 8. С. 41–43.
3. Дарушин И. Сущность и роль срочного рынка в современной экономике // Вопросы экономики, 2003. № 8. С. 56–59.
4. Голембиовский Д., Барышников И. Стратегии управления ценовым риском (на примере экспортоориентированных предприятий) // Вопросы экономики, 2003. № 8. С. 67; С. 80.
5. Морозов В.В. Срочный рынок в России // Внешнеэкономический бюллетень, 2002. № 11. С. 59–60.

6. Шумаев В. Товарные рынки. Вопросы функционирования и развития. Инфраструктура // РИСК, 2000. № 3–4. С. 39.