



КОНФЕРЕНЦИЯ ОРГАНИЗАЦИИ
ОБЪЕДИНЕННЫХ НАЦИЙ
ПО ТОРГОВЛЕ И РАЗВИТИЮ

Distr.
GENERAL

TD/B/CN.1/10
27 August 1993

RUSSIAN
Original: ENGLISH

СОВЕТ ПО ТОРГОВЛЕ И РАЗВИТИЮ
Постоянный комитет по сырьевым
товарам
Вторая сессия
Женева, 1 ноября 1993 года
Пункт 4 предварительной повестки дня

ВКЛАД В УЛУЧШЕНИЕ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ТОВАРНЫХ РЫНКОВ

Анализ путей повышения эффективности и лучшего использования
существующих механизмов управления рисками, возникающими
в связи с колебаниями цен на сырьевые товары

Доклад секретариата ЮНКТАД

СОДЕРЖАНИЕ

<u>Главы</u>	<u>Пункты</u>
Введение	1 - 5
I. УПРАВЛЕНИЕ РИСКАМИ, СВЯЗАННЫМИ С КОЛЕБАНИЯМИ ЦЕН НА СЫРЬЕВЫЕ ТОВАРЫ: РЫНКИ И ИНСТРУМЕНТЫ	6 - 30
A. Организованные и внебиржевые рынки	11 - 15
B. Для каких сырьевых товаров существуют рыночные инструменты управления риском?	16 - 17
C. Форвардные контракты	18 - 19
D. Фьючерсные контракты	20 - 23
E. Опционы	24 - 26
F. Свопы	27 - 28
G. Товарные облигации и займы	29 - 30
II. ТЕХНИЧЕСКИЕ И НОРМАТИВНЫЕ УСЛОВИЯ, ВЛИЯЮЩИЕ НА ФУНКЦИОНИРОВАНИЕ ТОВАРНЫХ БИРЖ, И РОЛЬ ПОСЛЕДНИХ В КАЧЕСТВЕ МЕХАНИЗМОВ ВЫЯВЛЕНИЯ ЦЕН	31 - 63
A. Роль биржевых фьючерсных контрактов в ценообразовании на рынке реального товара и условия, при которых фьючерсные контракты являются надежными механизмами выявления цен	32 - 39
1) Биржевые фьючерсные и опционные контракты: для каких сырьевых товаров они пригодны?	32 - 36
2) Условия, связанные с изменчивостью цен	37 - 38
3) Условия, при которых фьючерсные контракты являются надежными механизмами выявления цен	39
B. Процедуры определения условий контракта	40 - 43
C. Влияние различных категорий участников	44 - 63
1) Число, размеры и вид участников фьючерсных и опционных рынков	44 - 52
2) Проблемы, связанные с манипуляциями	53 - 57

СОДЕРЖАНИЕ (окончание)

<u>Главы</u>	<u>Пункты</u>
3) Нормативные условия, касающиеся роли различных категорий участников	58 - 63
III. ТЕХНИЧЕСКИЕ И НОРМАТИВНЫЕ УСЛОВИЯ, ВЛИЯЮЩИЕ НА ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ТОВАРНЫХ БИРЖ КАК ПОКУПАТЕЛЯМИ, ТАК И ПРОДАВЦАМИ СЫРЬЕВЫХ ТОВАРОВ	64 - 84
А. Характеристики внутренней рыночной структуры, влияющие на использование инструментов управления рисками, связанными с колебаниями цен на сырьевые товары	65 - 66
В. Условия контрактов и "базисные риски"	67 - 68
С. Государственное регулирование и политика	69 - 73
Д. Дополнительные гарантийные задатки и другие проблемы, связанные со способностью выполнять текущие обязательства	74 - 75
Е. Организация компаний и вопросы контроля	76 - 80
Ф. Факторы коммерческого, странового и "суверенного" рисков	81 - 84
Заключение	85 - 87

ВВЕДЕНИЕ

1. На восьмой сессии ЮНКТАД правительства признали важность изучения новых подходов, призванных свести к минимуму опасности, возникающие в связи с колебаниями цен на товарных рынках. Согласно их рекомендациям, "в необходимых случаях следует оказывать техническое содействие и консультативную помощь развивающимся странам по вопросам, связанным, в частности, с механизмами использования финансовых инструментов для регулирования цен и других связанных с сырьевыми товарами рисков". Они также отметили, что "расширение опоры на рыночные силы при установлении цен на мировых товарных рынках требует наличия эффективно функционирующих и транспарентных механизмов ценообразования. В частности, весьма важно, чтобы и покупатели, и продавцы были полностью уверены в способности товарных бирж устанавливать цены, отражающие реально существующее положение в области предложения и спроса" 1/.

2. С учетом этого Конференция постановила, что "секретариату ЮНКТАД следует изучать различные механизмы, и в том числе рыночные механизмы хеджирования цен, такие, как товарные фьючерсы, опционы, операции типа "своп" и облигации, а также препятствия для потенциального использования таких механизмов, включая вопросы, касающиеся риска неплатежеспособности государства-заемщика и проблем платежеспособности, и пути преодоления таких препятствий; он должен представлять информацию и оказывать помощь в этой области. На уровне правительственных и неправительственных экспертов в ЮНКТАД следует изучить:

а) условия как технические, так и нормативные для поощрения максимально широкого участия покупателей и продавцов сырьевых товаров в операциях на товарных биржах и использования ими таких бирж; и б) предложения, касающиеся упомянутых условий 2/". Впоследствии эти положения были отражены в программе работы Постоянного комитета по сырьевым товарам, который решил провести анализ путей повышения эффективности и улучшения использования существующих механизмов регулирования рисков, возникающих в связи с колебаниями цен на сырьевые товары 3/.

3. С учетом этих мандатов секретариат подготовил два несессионных документа, а Генеральный секретарь ЮНКТАД созвал группу правительственных и неправительственных экспертов. В первом документе 4/ содержалась общая справочная информация по различным мировым рынкам управления рисками, связанными с колебанием цен на сырьевые товары, и по разнообразным инструментам, применяемым для снижения рисков, связанных с колебанием цен на сырьевые товары. Во втором документе 5/ были рассмотрены различные технические и нормативные условия, влияющие на участие в операциях на товарных

1/ "Новое партнерство в целях развития: Картахенские обязательства", ТВ(VIII)/Misc.4, пункты 205 и 206.

2/ Там же, пункт 213.

3/ См. TD/B/39(2)/4, Приложение I, пункт В.4.

4/ "Обзор инструментов управления рисками, связанными с сырьевыми товарами", UNCTAD/COM/15 (15 марта 1993 года).

5/ "Технические и нормативные условия, влияющие на участие как покупателей, так и продавцов сырьевых товаров в операциях на товарных биржах и использование ими таких бирж", UNCTAD/COM/16 (22 апреля 1993 года).

биржах и использование фьючерсных и опционных контрактов покупателями и продавцами сырьевых товаров. Последний доклад стал основным материалом для изучения Группой экспертов по товарным биржам, первая сессия которой состоялась 24-27 мая 1993 года в Женеве. В ходе обсуждения, состоявшегося на сессии, основное внимание было уделено важнейшим вопросам, связанным с функционированием фьючерсных товарных бирж. На втором совещании Группы экспертов, запланированном на сентябрь 1993 года, будут рассмотрены предложения относительно возможных действий, сформулированные на базе основных выводов первого совещания.

4. Цель настоящего доклада заключается в том, чтобы довести до сведения правительств основную информацию, содержащуюся в двух указанных справочных документах, и увязать ее с основными выводами первого совещания Группы экспертов по товарным биржам. Хочется надеяться на то, что подобного рода синтез поможет добиться лучшего понимания потенциала рынков и инструментов управления рисками, связанными с сырьевой торговлей, а также возникших в этой области препятствий и проблем.

5. Кроме того, прямо следуя мандату ЮНКТАД VIII, деятельность секретариата в области технического сотрудничества все больше сосредоточивается на обеспечении информации, консультационных услуг и подготовки кадров в сфере торговли сырьевыми товарами. Эта деятельность, связанная с программой ЮНКТАД ТРЕЙНФОРТРЕЙД, нацелена на охват трех категорий получателей технической помощи: экспортеров и импортеров сырьевых товаров на оперативном уровне, высшего управленческого звена компаний и учреждений, участвующих в торговле сырьевыми товарами, и государственных директивных органов, включая центральные банки и министерства финансов, торговли и планирования развития. Подробное описание этой деятельности содержится в докладе о технической помощи, который представляется в связи с пунктом 8 предварительной повестки дня второй сессии Постоянного комитета по сырьевым товарам б/.

I. УПРАВЛЕНИЕ РИСКАМИ, СВЯЗАННЫМИ С КОЛЕБАНИЯМИ ЦЕН НА СЫРЬЕВЫЕ ТОВАРЫ: РЫНКИ И ИНСТРУМЕНТЫ

6. Мировые цены на первичные продукты зачастую характеризуются широкими и быстрыми колебаниями. Это создает ряд проблем для имеющих дело с сырьевыми товарами производителей, торговых фирм и потребителей, включая перерабатывающие предприятия, а также для тех, кто косвенно подвержен рискам, связанным с колебаниями цен на сырьевые товары. Фактические продажные цены могут оказаться более низкими, а закупочные цены - более высокими, чем первоначально предполагалось. В особой степени это затрагивает прибыльность инвестиций в производство или переработку сырьевых товаров, по определению зависящих от будущих цен.

б/ "Техническое сотрудничество в области сырьевых товаров: выявление областей, в которых следует усилить техническое сотрудничество для их рассмотрения", TD/B/CN.1/12.

7. Различные участники операций на рынке сырьевых товаров пытаются найти инструменты для страхования возникающих у них рисков, связанных с колебанием цен на эти товары, и уже создали инструменты такого рода. К ним относятся стабилизационные программы и фонды (на международном, национальном и корпоративном уровне), рыночные стратегии, связанные с определением моментов продаж и закупок, и долгосрочные контракты с фиксированной ценой, а также ряд рыночных инструментов, особенно фьючерсные контракты. С начала 70-х годов значение последних в торговле сырьевыми товарами, в которой они применяются, становится все более важным, причем они выступают в роли как инструментов хеджирования, так и механизмов установления международных цен на соответствующие сырьевые товары.

8. Этому есть ряд объяснений. Во-первых, увеличение числа поставщиков на рынках сырьевых товаров привело к ослаблению рыночных позиций производителей и заключению ряда долгосрочных торговых соглашений с более или менее стабильными управляемыми ценами производителей. В результате усилилась потребность в независимых механизмах выявления цен. Кроме того, такая эволюция привела к большей изменчивости цен на сырьевые товары, что, с одной стороны, усиливает потребность в защите от связанных с колебанием цен рисков и, с другой стороны, одновременно обеспечивает достаточную степень подвижности, позволяющую привлекать ликвидность на фьючерсные рынки благодаря деятельности на них спекулянтов.

9. Во-вторых, - это трудности, возникающие при осуществлении национальных и международных схем стабилизации цен. Из-за этих трудностей участники операций на рынках сырьевых товаров были вынуждены искать другие механизмы для того, чтобы обезопасить себя от чрезмерных ценовых рисков. Третье объяснение - это высокие реальные ставки процента в начале 80-х годов, вызвавшие высокую стоимость хранения запасов. В этой ситуации торговцам сырьевыми товарами и их потребителям было намного дешевле закрепить свое право на товар, купив фьючерсный контракт, чем покупать и хранить наличный товар. В результате действующие в сфере сырьевых товаров торговые фирмы и потребители стали в большей степени отдавать предпочтение не хранению сырьевых товаров на складе, а использованию инструментов фьючерсных и опционных рынков. Четвертая причина состоит в том, что упрощение доступа к информационным сетям и сетям связи в значительной степени облегчило осуществление операций на биржевых рынках значительному числу участников во всем мире.

10. Растущее значение фьючерсных контрактов привело к резкому расширению набора доступных рыночных инструментов управления риском. Это также повысило степень гибкости, которую они обеспечивают потенциальным пользователям. В настоящей главе предлагается краткий обзор имеющихся инструментов такого рода.

А. Организованные и внебиржевые рынки

11. Рыночные инструменты управления риском могут быть стандартными или приспособленными к потребностям конкретных клиентов контрактами. Стандартные контракты обычно обращаются на фьючерсных и опционных товарных биржах; в этих контрактах (фьючерсных и опционных) указывается конкретное качество товара, конкретный объем и конкретные сроки и процедуры его поставки. Приспособленные к потребностям конкретных клиентов контракты управления риском составляются и предлагаются целым рядом фирм, занимающихся торговлей сырьевыми товарами

(в том числе торговыми филиалами крупных нефтяных компаний), и финансовыми учреждениями (брокерскими компаниями и частными банками). Такой рынок называется внебиржевым рынком, и к предлагаемым им инструментам относятся форвардные контракты, свопы, а также товарные облигации и займы.

12. Товарная биржа является финансовым рынком, на котором различные группы участников (хеджеры, страхующие себя от ценовых рисков, связанных с поставкой наличного товара, и различные спекулянты) заключают товарные контракты, как фьючерсные, так и опционные, с основной целью перераспределения рисков, связанных с колебаниями цен на сырьевые товары. Организованные фьючерсные товарные биржи существуют с прошлого столетия; организованная торговля опционами сложилась в начале 80-х годов. Крупнейшие мировые товарные биржи расположены в развитых странах и приносят тем существенные валютные доходы по невидимым статьям экспорта. К числу основных бирж относятся "Чикаго борд оф трейд" (ЧБТ), Нью-Йоркская товарная биржа (НИМЕКС), Лондонская биржа металлов (ЛБМ), Токийская товарная биржа (ТОКОМ), Лондонская товарная биржа (ЛТБ), товарная биржа КОМЕКС, Нью-Йорк, Токийская зерновая биржа (ТЗБ), Международная нефтяная биржа (МНБ, Лондон) и Биржа кофе, сахара и какао (БКСК, Нью-Йорк) 1/.

13. Фьючерсные товарные биржи существуют также в ряде развивающихся стран. Бразильская Срочная товарная биржа (СТБ), где с мая 1991 года контракты в долларах США на кофе, хлопок и живой и откормочный скот заключаются наряду с контрактами в местной валюте на ряд других сырьевых товаров и финансовыми контрактами, в настоящее время занимает пятое место в числе крупнейших в мире фьючерсных бирж. Другие биржи находятся в Сингапуре (Международная денежная биржа Сингапура, СИМЕКС, и Ассоциация по торговле каучуком Сингапурской товарной биржи, АТКСТБ) и в Малайзии (Куала-Лумпурская товарная биржа, КЛТБ). Меньшие по размеру, в основном ориентированные на внутренний рынок фьючерсные товарные биржи также существуют в Аргентине, Гонконге, Индии, Китае и на Филиппинах. Ряд других стран, включая Индонезию, Мексику и Чили, планируют создание своих собственных бирж. Товарные биржи также есть в республиках СНГ, хотя лишь на немногих из существующих в этих странах рынках, основанных на аукционных принципах торговли, были сделаны шаги по переориентации от наличной торговли на торговлю форвардными и фьючерсными контрактами.

14. Торговля на товарной бирже может осуществляться различными способами, причем самым распространенным является "свободный биржевый торг". При его использовании в торговом зале биржи во время торговой сессии собираются лица, которым разрешено осуществлять сделки. Жестами и голосом (отсюда название "свободный биржевой торг") они сообщают свои заказы и цены. Торговая сессия может длиться от пяти минут до нескольких часов. В этот период цены быстро изменяются, редко оставаясь стабильными более нескольких минут. Информация об устанавливаемых таким образом ценах почти моментально распространяется по национальным и международным сетям связи, и во многих случаях эти цены выступают ориентиром в наличной торговле соответствующим сырьевым товаром.

15. Что касается внебиржевых инструментов, то их рынок поддерживается ("делается") посредниками. Только они решают, какие инструменты применяются, а также для кого и по каким ценам. К таким посредникам относятся торговые дома, брокеры и банки. В самом простом виде внебиржевой рынок - это

1/ См. также UNCTAD/COM/15, таблица 2 приложения.

посредник, предлагающий клиенту за определенную плату конкретный инструмент управления риском, предположительно приспособленный к потребностям этого клиента. При несколько более совершенной форме организации внебиржевой торговли брокер собирает информацию о котировках ряда банков и торговых домов и в этом случае оказывается в состоянии предложить потенциальным клиентам наиболее конкурентоспособные цены, иногда пользуясь для этого электронными информационными сетями. Все компании, предлагающие внебиржевые инструменты, не склонны к риску. Они пытаются ограничить или даже устранить риски, возникающие для них при предоставлении инструментов управления риском, заключая обратные сделки на внебиржевом рынке, на фьючерсной товарной бирже или на рынке наличного товара. Это ведет к ряду последствий. Во-первых, в силу того, что позиции по свопам и аналогичным сделкам могут быть закрыты наличными сделками, что дает посредникам дополнительные возможности реализации различных инструментов, некоторые инвестиционные банки стали проявлять интерес к участию в наличной торговле. Во-вторых, организованные товарные биржи и внебиржевой рынок являются скорее взаимосвязанными и взаимодополняющими, чем конкурирующими между собой, и применение внебиржевых инструментов обычно ведет к расширению операций на фьючерсном рынке.

В. Для каких сырьевых товаров существуют рыночные инструменты управления риском?

16. Фьючерсные и опционные контракты применяются в международной торговле большинством основных сырьевых товаров ^{8/}. Такого рода контракты заключаются в торговле топливом, а также какао, кофе, хлопком, живыми животными, кукурузой, апельсиновым соком, пальмовым маслом, каучуком, шелком, соей, соевым маслом, сахаром, пшеницей, алюминием, медью, золотом, свинцом, никелем, серебром и цинком. Однако следует отметить, что не все контракты можно рассматривать в качестве действенного инструмента управления риском в отношении всей торговли соответствующим сырьевым товаром: многие контракты обычно используются для внутренних целей; другие, хотя они и используются во внешней торговле, не покрывают ценовых рисков по всем сортам соответствующего сырьевого товара или по всем регионам, в которых он является объектом торговли. Например, существующие фьючерсные контракты на хлопок малопригодны для экспортеров длиноволокнистого хлопчатника, а нью-йоркский контракт на сырую нефть мало подходит для торговли нефтью в Восточной Африке и отдельных регионах Азии.

17. Внебиржевой рынок может заполнять лишь отдельные из этих пробелов, поскольку в основе большинства предлагаемых им инструментов лежат контракты, которые заключаются на биржах. Иногда они могут дополнять такие контракты, например, предлагая своп на сырую нефть, учитывающий специфику конъюнктуры цен в Юго-Восточной Азии. Однако лишь в редких случаях внебиржевой рынок предлагает инструменты по тем сырьевым товарам, для которых не существует фьючерсного рынка; в частности, это касается угля и древесной массы, сырьевых товаров с активным наличным рынком и надежной независимой системой сообщения цен.

^{8/} См. UNCTAD/COM/15, таблица 3 приложения, и UNCTAD/COM/16, таблица 1 приложения.

C. Форвардные контракты

18. Форвардные контракты представляют собой соглашение о покупке или продаже конкретного количества товара в фиксированный момент времени в будущем по заранее установленной цене, причем ожидается его физическая поставка. Если в момент исполнения контракта (т.е. на дату, оговоренную в контракте) фактическая цена (цена "spot") оказывается выше цены, указанной в форвардном контракте, покупатель получает прибыль, а продавец несет соответствующие убытки. Если цена "spot" ниже цены контракта, то имеет место обратное. Тем не менее наличие заранее установленной цены устраняет риск изменения цен как для покупателя, так и для продавца.

19. Существуют различные формы форвардной торговли. Имеется ряд организованных форвардных рынков (например, в Индии, Индонезии, Китае и Российской Федерации). Вместе с тем большая часть форвардной торговли осуществляется вне бирж, причем сделки заключаются напрямую или через брокеров и дилеров по телефону, телексу и факсу. Подобного рода форвардные контракты, зачастую заключаемые на основе цен, сформировавшихся на фьючерсных товарных биржах, до последнего времени широко применялись в торговле всеми сырьевыми товарами и во всех регионах. Либерализация и связанная с ней фрагментация рыночных систем во многих странах - экспортёрах сельскохозяйственных сырьевых товаров привели к очевидному сужению сферы их применения, поскольку мелкие местные частные экспортёры, в отличие от крупных сбытовых организаций, стремятся продавать свой товар на наличном рынке.

D. Фьючерсные контракты

20. Фьючерсные контракты несколько отличаются от форвардных. Как и форвардные контракты, они представляют собой соглашение о покупке или продаже конкретного количества товара по заранее установленной цене в определенный момент времени в будущем. Однако в отличие от форвардных контрактов они необязательно предполагают физическую поставку: хотя такой контракт может использоваться для осуществления или получения физической поставки, обычно он ликвидируется финансовой сделкой, заключаемой при наступлении или до наступления даты исполнения контракта, т.е. зачитывается равнозначной обратной операцией.

21. Подобно форвардным контрактам, фьючерсные контракты в большей или меньшей степени фиксируют покупную или продажную цену, однако в случае фьючерсов такая фиксация является опосредованной. Для того чтобы минимизировать свои риски, продавец, согласившись поставить в будущем конкретное количество товара по цене, которая установится в этот будущий момент времени, одновременно продает фьючерсный контракт или контракты на поставку в будущем такого же количества товара по текущей цене. В тот момент, когда он фактически поставит свой наличный товар, он также выкупает свой фьючерсный контракт. Если на день поставки рыночная цена окажется ниже цены фьючерсного контракта, потери на рынке реального товара будут компенсированы более высокой ценой фьючерсного контракта (продавец выкупает этот контракт по цене, которая ниже той, по которой он его продал). Если же цена на рынке реального товара выше той цены, по которой он продал свой фьючерсный контракт, то прибыль на рынке реального товара компенсирует убыток, связанный с выкупом своего фьючерсного контракта.

22. Важным отличием фьючерсных контрактов от форвардных является ежедневная переоценка биржевых позиций по фьючерсным контрактам: в случае неблагоприятных для держателя фьючерсного контракта изменений цен тот обязан

уплатить в расчетную палату (которая гарантирует исполнение биржевых контрактов) сумму, эквивалентную изменению расчетной стоимости контракта в результате неблагоприятного движения цен (дополнительный гарантийный задаток). Это предохраняет продавцов и покупателей фьючерсных контрактов от образования в течение длительного периода времени крупных нереализованных убытков и, таким образом, уменьшает риск невыполнения условий сделки. Вместе с тем такая практика может создавать для них проблемы ликвидности, поскольку требования о перечислении дополнительных гарантийных задатков обычно должны удовлетворяться в течение 24 часов. Хотя вынесение таких задатков не влечет за собой потерь для хеджеров, для которых неблагоприятное движение цен на фьючерсном рынке должно совпадать с благоприятным движением цен на рынке реального товара, большинство банков и других кредиторов зачастую проявляют определенную осторожность при предоставлении запрашиваемых кредитных линий, особенно компаниям из развивающихся стран. В случае невнесения дополнительного задатка фьючерсные контракты автоматически аннулируются, поэтому компании, не имеющие возможностей оперативного получения достаточных сумм конвертируемой валюты, обычно предпочитают использовать фьючерсный рынок косвенно, путем купли-продажи таких контрактов на реальный товар, как "исполнимые поручения" ^{9/}. В этом случае ответственность за уплату гарантийных задатков берет на себя контрагент (обычно торговый дом).

23. На компании развитых стран по-прежнему приходится большая часть фьючерсных сделок на товарных биржах, заключаемых в целях как спекуляции, так и хеджирования. Прямое или косвенное, через посредников, использование бирж развивающимися странами и центрально- и восточноевропейскими странами довольно ограничено, хотя оно, как представляется, и расширяется. Членами бирж развитых стран являются очень небольшое число компаний из развивающихся стран, причем все они занимаются торговлей металлами.

В. Опционы

24. Опционы представляют собой инструменты управления риском, защищающие их покупателей от неблагоприятного движения цен, одновременно сохраняя за ними возможность получения прибыли от благоприятного движения цен. Стоимость покупки опциона называется премией. Опцион продавца защищает от снижения цены, а опцион покупателя - от повышения цены. К покупателям опциона не предъявляются требования об уплате каких-либо дополнительных гарантийных задатков. В то же время продажа опционов является сложным и рискованным делом, и продавцы опционов сталкиваются с необходимостью уплачивать возможные дополнительные гарантийные задатки. (По крайней мере для тех опционов, которые реализуются на организованных биржах, также существует и активный внебиржевой рынок.)

25. Биржевая торговля опционами сформировалась сравнительно недавно, после быстрого расширения внебиржевого опционного рынка в 70-х годах. Первым биржевым опционным контрактом на сырьевые товары (с тех пор как опционы были запрещены в 30-х годах) стал контракт на сахар, внедренный в 1982 году на БКСК. В настоящее время опционы широко применяются в биржевой торговле рядом сырьевых товаров, однако такие контракты, как правило, имеют короткие сроки, лишь в редких случаях превышающие один год. Опционы на фьючерсные сделки активно используются в торговле нефтью, золотом, серебром, кофе, какао, сахаром, соей, хлопком, алюминием и медью. На внебиржевом рынке активно развивается торговля опционами сроком до трех лет.

26. Подобно фьючерсным контрактам опционы по-прежнему используются в основном компаниями развитых стран - торговыми домами, производителями и потребителями из развитых стран и компаниями, специализирующимися на арбитраже между фьючерсными и опционными рынками. Некоторые компании и учреждения развивающихся стран, в основном в Латинской Америке, используют опционы продавца для защиты от снижения цен на их экспортную продукцию, а опционы покупателя - для страхования от повышения стоимости импортируемых ими товаров.

Г. Свопы

27. Свопы были внедрены в качестве инструмента управления долгосрочным ценовым риском, дополняющего фьючерсные контракты, которые до последнего времени имели срок действия лишь до 18 месяцев и в большинстве случаев не имели высокой ликвидности после шести месяцев. Товарный своп является чисто финансовым соглашением, охватывающим конкретное количество товара. В нем фигурируют две цены. Одна является переменной и обычно привязывается к публикуемому индексу цен, например цене фьючерсного контракта; другая фиксируется при заключении такого соглашения. Производители и потребители продолжают покупать и продавать реальные товары на открытом рынке, однако в рамках соответствующего свопа его участники уплачивают или получают в качестве компенсации суммы, определяемые разницей между фиксированной и переменной ценой, зафиксировав цену на данный товар во время заключения сделки своп. Поэтому свопы являются приспособленными к требованиям конкретных клиентов долгосрочными инструментами страхования риска, которые повышают способность компании погашать кредит или выплачивать дивиденды. Поэтому свопы привлекательны для кредиторов и инвесторов, так как они обеспечивают способность финансируемой ими компании выполнять свои текущие обязательства 10/.

28. Товарные свопы вошли в практику в середине 80-х годов, а в конце того же десятилетия они уже стали играть довольно важную роль. Согласно оценкам, в конце 1991 года текущий объем товарных свопов достиг приблизительно 40 млрд. долл. США, в то время как текущий объем процентных и валютных свопов составил около 2 трлн. долл. США 11/. Первоначально свопы предлагались только банками и рядом торговых компаний, обычно связанных с производством и/или переработкой, что позволяло им компенсировать риски путем проведения коммерческих операций. Они и сейчас остаются основными участниками таких операций, однако уже целый ряд брокеров, традиционно занимающихся операциями своп на финансовых рынках, начинают выходить на товарный рынок. Большинство

10/ Примеры операций своп можно найти в UNCTAD/COM/15, пункты 80-82.

11/ До 1991 года ежегодно совершалось приблизительно 100 товарных свопов, однако впоследствии их число, согласно сообщениям, значительно увеличилось. Подавляющее большинство этих операций (приблизительно три четверти рынка) связаны с торговлей нефтью или нефтепродуктами. Отдельные товарные свопы были также заключены по цветным металлам, таким, как медь, алюминий, цинк, свинец, никель, платина, золото и серебро, и по углю. Несколько свопов было заключено по сельскохозяйственным товарам, таким, как пшеница, древесная масса, апельсиновый сок, кофе или сахар, к тому же в настоящее время активно изучается возможность осуществления операций своп по широкому кругу других сырьевых товаров, таких, как кукуруза, какао, природный газ и химические продукты.

этих участников операций своп выступают лишь в качестве посредников, минимизируя свои риски обратными свопами (своп с потребителем заключается одновременно с идентичным противоположным свопом с производителем) или фьючерсными сделками. По сравнению с соглашением о свопе непосредственно между потребителем и производителем при использовании посредника тот несет все риски, связанные с осуществлением свопа (риск неплатежеспособности контрагента, включающий в себя фактор "суверенного" риска - см. главу III). Сроки большинства товарных свопов составляют от одного года до семи лет. Свопы на более короткий срок могут заключаться в случае отсутствия фьючерсных или форвардных рынков, что не позволяет проводить подстраховочные операции (например, в отношении товаров, не включаемых в биржевой оборот). В отдельных редких случаях сроки сделок своп достигают 25 лет.

6. Товарные облигации и займы

29. Товарные облигации и займы являются сложным набором инструментов управления риском, которые, помимо удовлетворения интересов выпускающей облигации или получающей займы компании или страны, также имеют своей целью управление финансовыми рисками кредитора/инвестора. Они обычно привязываются к инвестиционным проектам или схемам пересмотра сроков погашения задолженности с целью получения доступа к капиталу на более благоприятных условиях и не предназначены для управления ценовым риском в товарной торговле. Большинство товарных облигаций, выпущенных до настоящего времени, индексируются относительно цен на золото, серебро и топливо; некоторые из них также привязаны к алюминию, меди, никелю, кофе и какао. Использование таких облигаций расширилось в течение всего периода 80-х годов, и на 1991 год общая стоимость товарных облигаций, выпущенных правительствами и государственными компаниями, составила в общей сложности около 4 млрд. долл. США, при том что объем частной эмиссии, прежде всего в топливном секторе, по всей вероятности, намного выше.

30. Большинство товарных облигационных займов до настоящего времени выпускались в развитых странах ^{12/}. Самые первые займы такого рода в развивающихся странах предназначались для мобилизации финансовых ресурсов на внутренних рынках капитала ^{13/}. В числе последних примеров мобилизации капитала на международных рынках можно отметить предоставление малазийскому заемщику небольшого привязанного к ценам на пальмовое масло кредита, гарантированного "Ситибэнком", финансирование компанией "Металлгезельшафт" инвестиций в производство меди в Папуа-Новой Гвинее с привязкой к ценам на медь и золотые займы Бразилии и Гане.

^{12/} Например, значительная часть ожидаемого производства золота в следующие два-три года в Австралии, Северной Америке и Южной Африке покрывается золотыми займами; кроме того, товарные облигации были выпущены несколькими западными нефтяными компаниями.

^{13/} Мексиканская государственная нефтяная компания "Пемекс" в начале 80-х годов использовала привязанные к ценам на нефть облигации, выраженные в песо, в качестве своего основного источника финансирования. Как процентные, так и основные платежи по этим облигациям были привязаны к экспортным ценам на мексиканскую сырую нефть. Это обеспечило "Пемексу" надежную, хотя и дорогостоящую, защиту в периоды низких цен. В 1988 году бразильская государственная горнодобывающая компания "СВРД" выпустила двух-четырёхлетние облигации на сумму 268 млн. долл. США, выраженные в местной валюте и привязанные к ценам на золото.

II. ТЕХНИЧЕСКИЕ И НОРМАТИВНЫЕ УСЛОВИЯ, ВЛИЯЮЩИЕ НА ФУНКЦИОНИРОВАНИЕ ТОВАРНЫХ БИРЖ, И РОЛЬ ПОСЛЕДНИХ В КАЧЕСТВЕ МЕХАНИЗМОВ ВЫЯВЛЕНИЯ ЦЕН

31. В настоящей главе вкратце рассматриваются основные вопросы функционирования обращающихся на бирже фьючерсных контрактов на сырьевые товары с точки зрения их использования покупателями и продавцами таких товаров. Эти вопросы обсуждались Группой экспертов в мае 1993 года. В настоящей главе также излагаются основные выводы, сделанные Группой экспертов по этим вопросам. Предложения Группы экспертов по решению выявленных проблем планируется обсудить в сентябре 1993 года, и они будут представлены Постоянному комитету по сырьевым товарам отдельно.

А. Роль биржевых фьючерсных контрактов в ценообразовании на рынке реального товара и условия, при которых фьючерсные контракты являются надежными механизмами выявления цен

1) Биржевые фьючерсные и опционные контракты: для каких товаров они пригодны?

32. Основными условиями наличия биржевой торговли фьючерсными контрактами на данный товар являются определенная однородность и пригодность этого товара для хранения, а также достаточный объем торговли этим товаром. При обсуждении данного вопроса Группа экспертов пришла к выводу, что, хотя конкретные особенности данного товара могут препятствовать формированию практики фьючерсной торговли, при наличии необходимых стимулов такие препятствия, по всей вероятности, преодолимы: проблемы недостаточной однородности или низкой степени пригодности для хранения, вероятно, могут решаться благодаря применению более совершенных методов определения сортности и хранения ^{14/}, адаптации условий контрактов, включая индексацию и дифференциацию контрактов ^{15/} и ликвидацию контракта денежной выплатой. Группа экспертов также отметила, что при разработке фьючерсных контрактов следует стремиться к обеспечению максимальной ликвидности рынка (т.е. большого оборота и большого числа участников сделок), в том числе за счет привлечения участников, не занимающихся товарной торговлей. Успех контракта зачастую не в меньшей степени зависит от рекламы и психологической привлекательности для участников всех видов, чем от его экономического содержания.

^{14/} Проблема ограниченной пригодности для хранения в отношении некоторых сельскохозяйственных товаров может быть преодолена путем налаживания их реализации в переработанном или замороженном виде, как, например, в виде рыбной кормовой муки или замороженного концентрата апельсинового сока. Когда такие изменения происходят в торговле реальным товаром, возникают условия для использования фьючерсных контрактов.

^{15/} К индексированным контрактам или дифференциальным контрактам (со скидкой или надбавкой при отклонении от стандартных условий) относятся "бразильский дифференциальный фьючерсный контракт на кофе", внедренный в июне 1992 года на Бирже кофе, сахара и какао (БКСК) и ликвидируемый денежной выплатой контракт на хлопок, в основе которого лежит так называемый "индекс Котлук-А", внедренный в октябре 1992 года на Нью-Йоркской хлопковой бирже (НХБ). В настоящее время "Чикаго борд оф трейд" (ЧБТ) рассматривает возможность использования фьючерсного контракта на базе "мирового индекса пищевых масел".

33. Вместе с тем, по мнению Группы экспертов, имеется ряд других аспектов, влияющих на жизнеспособность товарного фьючерсного контракта. К ним, в частности, относятся структура производственных отраслей и рынков, сегментация рынков и меры государственной торговой политики 16/. Необходимым условием жизнеспособности фьючерсных и опционных контрактов является наличие на обеих сторонах рынка разнообразных независимых контрагентов. Слишком олигополистическая или олигопсоническая структура рынка или высокая степень вертикальной интеграции в какой-либо товарной отрасли может препятствовать развитию биржевой торговли. Именно такое положение существовало до 70-х годов на рынках алюминия и топлива. Появившиеся впоследствии фьючерсные и опционные формы торговли алюминием и топливом свидетельствуют о том, что увеличение рыночной доли независимых производителей и торговых компаний может, кроме всего прочего, вести к налаживанию биржевой торговли, заменяющей механизмы установления цен производителями.

34. Группа экспертов также отметила, что физическая торговля большинством основных видов минерального сырья обычно ведется напрямую между производящими и перерабатывающими предприятиями. Успешное развитие фьючерсных контрактов при подобного рода рыночной структуре возможно в случае наличия достаточно большого числа покупателей и продавцов. И наоборот, физическая торговля большинством сельскохозяйственных товаров обычно ведется через торговые компании; фьючерсные контракты на эти товары, как правило, заключаются с целью удовлетворения потребностей действующих в данной сфере торговых фирм. В подобного рода ситуации расширение прямой торговли между производителями и потребителями, как на рынке каучука, вероятно, ведет к отказу от использования фьючерсных контрактов, по крайней мере, в кратко- и среднесрочной перспективе.

35. С этим связан аспект деления товарного рынка на различные сегменты, которое обусловлено географическими факторами, применяемыми административными мерами 17/ или различиями во вкусах потребителей 18/. Сегментация может вести к сокращению объема торговли, лежащей в основе фьючерсного контракта, и, таким образом, подрывать его жизнеспособность. Кроме того, административные меры, например торговые соглашения или контроль над ценами, могут устранять ценовой риск, и, таким образом, в соответствующих странах или регионах хеджирование, а следовательно и заключение фьючерсных и опционных контрактов, становится ненужным. Примером может являться общая сельскохозяйственная политика Европейского сообщества. Тем не менее, поскольку такие особенности рынка реального товара обычно характерны лишь для части мирового рынка какого-либо сырьевого товара, обращение региональных контрактов или контрактов,

16/ Другие соответствующие государственные меры в странах местонахождения бирж и государственные меры в странах местонахождения участников биржевых операций рассматриваются в главе III.

17/ Например, административные меры, применяемые в Соединенных Штатах, привели к использованию на БКСК двух видов контрактов на сахар-сырец: один предназначен для внутреннего рынка, а другой - для международного.

18/ БКСК пыталась решить проблему расхождения в ценах на кофе в различных регионах путем внедрения в апреле 1991 года "евро-дифференциального фьючерсного контракта на кофе".

ориентированных лишь на отдельный сегмент мировой торговли, по-прежнему возможно при наличии достаточно большого объема торговли 19/.

36. Ввиду этих особенностей можно сказать, что потенциальная роль биржевых контрактов в формировании цен на многие товары объективно ограничена. Другие механизмы ценообразования, такие, как согласование цен в рамках долгосрочных контрактов, аукцион, внутрифирменные сделки, форвардные рынки и наличные или центральные оптовые рынки по-прежнему будут иметь важное значение.

2) Условия, связанные с изменчивостью цен

37. Степень изменчивости цен реального товара и соответствующего фьючерсного контракта определяет возможности использования фьючерсного рынка как эффективного инструмента хеджирования. Фьючерсная торговля может функционировать лишь при наличии достаточной краткосрочной изменчивости цен на соответствующем рынке реального товара. Низкая степень изменчивости цен на рынке реального товара не побуждает к использованию хеджирования, поскольку стоимость хеджирования может превышать выгоду от уменьшения риска. Такое положение может складываться в том случае, когда цены остаются низкими в течение длительного времени, что, например, характерно в настоящее время для ряда "мягких" товаров. И наоборот, эффективность хеджирования на фьючерсных рынках во многом снижается при слишком большой изменчивости цен фьючерсных контрактов. Чрезмерная краткосрочная изменчивость цен на фьючерсном рынке может вести к очень частой смене соотношения между ценами на рынке реального товара и фьючерсными ценами, что создает для хеджеров слишком большие "базисные риски" (риск неблагоприятного для хеджера изменения соотношения между котировками на фьючерсном рынке и соответствующем рынке реального товара) и увеличивает их операционные издержки.

38. Группа экспертов отметила, что, согласно результатам исследований, наличие фьючерсных контрактов может снижать сезонную изменчивость цен на сырьевые товары, в то время изменчивость в краткосрочной перспективе цен, по всей видимости, повышается, а долгосрочные тенденции динамики цен в целом остаются неизменными. Группа экспертов еще раз отметила, что товарные фьючерсные рынки не относятся к числу средств стабилизации или повышения внутренних или международных рыночных цен на сырьевые товары, что является целью международных соглашений по сырьевым товарам или стабилизационных схем; они, скорее, дают отдельным участникам возможность адаптироваться к изменчивости цен на товарных рынках, с которой они сталкиваются. Было признано, что чрезмерная изменчивость фьючерсных цен негативно отражается на репутации фьючерсных рынков и наносит ущерб участникам биржевых операций, участвующим в торговле реальным товаром. Вместе с тем, по мнению Группы экспертов, большинство мер, применяемых для снижения изменчивости фьючерсных цен, как, например, увеличение первоначального, специального или вариационного гарантийного задатка, ведет скорее к повышению, чем к понижению изменчивости

19/ Например, торговое соглашение по сахару между странами Европейского сообщества (ЕС) и странами АКТ предусматривает, что экспортеры сахара из стран АКТ не подвергаются никакому ценовому риску при экспорте своего товара в страны ЕС. Вместе с тем это не нарушило торговли фьючерсными или опционными контрактами на сахар на ряде товарных бирж, включая БКСК, Лондонскую товарную биржу (ЛТБ), французскую Биржу "МАТИФ" и ряд японских бирж.

цен, вызывая рост расходов в связи с фьючерсными операциями, вытесняя участников с рынка и увеличивая разницу между ценами продавца и покупателя. Многие члены Группы считали, что лучше всего не вмешиваться в свободное функционирование фьючерсных рынков, а рыночные силы были бы наиболее эффективным средством снижения чрезмерной изменчивости цен.

3) Условия, при которых фьючерсные контракты являются надежными механизмами выявления цен

39. Продолжающееся и расширяющееся использование фьючерсных контрактов и связанных с ними опционных контрактов покупателями и продавцами сырьевых товаров в целях хеджирования и выявления цен требует, чтобы торговля этими контрактами генерировала ценовые сигналы, отражающие текущую и ожидаемую конъюнктуру спроса и предложения на соответствующем рынке реального товара. Такая привязка к рынку реального товара также стимулирует использование товарных фьючерсных рынков их неторговыми участниками, например управляемыми фондами и институциональными инвесторами, стремящимися диверсифицировать свои инвестиции, поскольку изменения цен на сырьевые товары не всегда совпадают с изменениями на финансовых рынках. Если покупатели и продавцы почувствуют, что ценовые сигналы, поступающие с фьючерсного рынка, не отражают конъюнктуры соответствующего рынка реального товара, то они перестанут пользоваться фьючерсными контрактами, что в свою очередь ослабит такую связь. Доверие покупателей и продавцов к фьючерсным контрактам как средству хеджирования и выявления цен зависит от выполнения четырех общих условий, изложенных ниже. Проблемы, связанные с этими условиями, более подробно рассматриваются в следующих разделах настоящей главы.

a) Контракты, заключаемые на фьючерсных и опционных биржах, должны соответствовать условиям соответствующего рынка реального товара и ограничивать возможности перекоса цен. Это касается, в частности, требований к качеству, условий поставки (сроки и место) и процедур конверсии опциона.

b) Фьючерсные и опционные контракты должны обращаться на ликвидных рынках, т.е. рынках, где продавцы и покупатели могут легко найти контрагента. Но, поскольку объем сделок, связанных с торговлей реальным товаром, сам по себе не всегда оказывается достаточно большим для обеспечения ликвидности рынка, необходимо привлекать на него участников с неторговыми интересами. С другой стороны, фьючерсные и опционные контракты дают надежные ориентиры для выявления цен лишь в случае сбалансированности круга участников операций на товарной бирже. Это означает, что некоторые интересы должны быть представлены на рынке, при том, что биржевой оборот, связанный с торговлей реальным товаром, не должен тем самым сводиться к подчиненной роли. Наоборот, операции, связанные с реальной торговлей, должны привлекать на рынок широкий круг покупателей и продавцов.

c) Фьючерсные и опционные операции должны быть транспарентными, что позволит ограничить возможности образования перекосов на рынке. Это также требует наличия общедоступной информации о структуре рынка по кругу участников, деятельности групп участников и о характере регулирования работы биржи, ясных, справедливых и устоявшихся правил, регламентирующих ее функционирование, включая попытки манипуляций с целью воздействия на цены.

d) Биржевой товарный рынок должен быть надежным. Такая надежность обеспечивается расчетной платой и регламентом, которые повышают расходы, связанные с использованием рынка, и устанавливают условия, такие, как соблюдение финансовых стандартов и требований о предоставлении информации (вопрос о расходах, создающих проблемы для участников биржевых операций, подробно рассматривается в главе III, раздел C).

В. Процедуры определения условий контракта

40. С течением времени образовались определенные проблемы, связанные с условиями контрактов. В большинстве случаев такие проблемы связаны с требованиями к качеству и мест поставки. Требования к качеству должны обеспечивать, чтобы товар, допускаемый к поставке на биржу, был стандартным, широко представленным в торговых сделках и приемлемым в качестве поставки на рынок реального товара. Если качество, указанное во фьючерсных и опционных контрактах, окажется ниже стандартного качества товаров на рынке реального товара, то такой товар будет, как правило, неприемлем для биржевой поставки. Это приведет к росту запасов и окажет понижательное давление на цены. Если же оговариваемое качество слишком высоко или к поставке на биржу разрешается лишь небольшая часть сортов, то имеющееся для поставки количество товара окажется небольшим, что облегчит манипулирование ценами на бирже 20/. В этом смысле существует различие между скоропортящимися и нескоропортящимися товарами: в то время как на фьючерсных рынках нескоропортящихся товаров наблюдается непрерывное повышение требований к качеству, оговариваемых в контрактах, на рынках скоропортящихся товаров сохраняются довольно низкие требования к качеству, и, таким образом, к этим рынкам обращаются лишь в крайнем случае.

20/ Требования к качеству часто становятся источником проблем при торговле металлами. Например, на ЛБМ в контрактах на основные благородные металлы требования к качеству поднимались уже не менее одного раза, с постепенным отказом от устаревших контрактов с более низкими стандартами качества. Необходимость приспособления условий контрактов к меняющимся промышленным стандартам можно проиллюстрировать на примере ситуации, в которой в конце 70-х годов оказались производители меди. В то время в торговле реальным товаром господствующее положение стали занимать медные катоды, тогда как стандартом для контракта на медь на ЛБМ оставался "вайербар". Когда в течение короткого периода времени на рынке возник избыток предложения меди, производители не могли поставлять медные катоды на биржу и были вынуждены продавать их со значительной скидкой на рынке наличного товара. После этого с учетом консультаций, проведенных между ЛБМ и производителями и потребителями меди, контракт на медь был видоизменен. Еще одним примером неполного контракта соответствия рыночным условиям является нью-йоркский международный контракт на сахар, для которого характерен постоянный депорт (более низкий уровень цены контрактов с поставкой в ближайший месяц или фьючерсных контрактов с истекающим сроком по сравнению с ценами фьючерсных контрактов на более далекие сроки). Это - результат искусственно созданной нехватки товара из-за обусловленного политическими причинами отказа в допуске к поставке на биржу сахара кубинского происхождения, при том что Куба является единственным крупным поставщиком сахара в Западном полушарии.

41. Условия контрактов должны обеспечивать допуск к поставке на бирже такого количества товаров, которое будет препятствовать манипуляциям ценами и их перекосам, т.е. может быть реализовано по рыночной стоимости через обычные каналы наличной торговли. Хотя большинство фьючерсных контрактов ликвидируются финансовой операцией, правила, регулирующие обращение большинства товарных контрактов, предусматривают возможность реальной поставки, что должно обеспечить увязку фьючерсного рынка с рынком реального товара. Помимо соображений, касающихся сбалансированности круга участников торговли данным контрактом (см. ниже), одним из необходимых условий такой увязки является размещение официальных складов биржи в непосредственной близости от наличного рынка. В этом случае покупатели или продавцы фьючерсных контрактов могут достаточно быстро предпринимать меры, необходимые для предотвращения установления каким-либо участником биржевых операций своего контроля над предложением или спросом 21/.

42. Важное значение для опционных контрактов также имеют процедуры конверсии. Если в одно и то же время наступает срок исполнения большого числа опционных контрактов, а оговоренный срок поставки лежащих в основе опционов фьючерсных контрактов, является относительно коротким, может возникать давление на цены, никак не связанное с конъюнктурой на рынке реального товара.

43. Многие проблемы, возникавшие в связи с условиями контракта, часто решались благодаря интенсивным контактам между биржами и промышленностью, хотя и с большим запозданием, причем все это время многим участвующим в биржевых операциях промышленным компаниям было трудно использовать фьючерсные контракты надлежащим образом. Такое запоздание часто имеет место в случае образования больших наличных запасов и прямой заинтересованности членов бирж в сохранении существующих условий контрактов, поскольку стоимость их наличных запасов снизится, если те не будут допускаться к поставке на бирже. Разработка новых или адаптация уже существующих контрактов требует средств и времени, и по этой причине внедряется лишь небольшая часть предлагаемых контрактов или изменений условий контрактов. Имеется несколько различных механизмов консультаций. В Соединенных Штатах регламентации КСБТ требуют, чтобы биржи соблюдали ряд правил и установленный порядок утверждения новых контрактов или видоизменения уже существующих (включая возможность для всех заинтересованных сторон сделать свои замечания после публикации предложения о контракте в "Федеральном регистре"). В Европе нет официальных правил разработки новых контрактов или модификации уже существующих - биржи принимают такие решения без какого-либо официального контроля после неофициальных консультаций с промышленностью. По мнению Группы экспертов, имеющиеся механизмы консультаций в целом являются адекватными, независимо от того, существуют ли на этот счет официальные регламентации. Было отмечено, что потребители часто оказывают значительное влияние на требования к качеству, поскольку их стандарты обычно более жестки по сравнению с другими стандартами рынка. Основная проблема в данной области заключается в том, что использование заинтересованными сторонами, особенно производителями, процедур консультаций часто было недостаточным. По мнению

21/ В Соединенных Штатах Комиссия по срочной биржевой торговле (КСБТ) в сентябре 1991 года предложила ЧБТ изменить пункты поставки по фьючерсным контрактам на кукурузу и сою; из-за снижения роли Чикаго как наличного рынка значительно расширились возможности для манипуляций, в результате чего возникла необходимость новых пунктов поставки. См. CFTC, Kalo A. Hineman delivery issues symposium, Washington, p. 159, September 1991.

Группы экспертов, производителям следует более активно участвовать в консультациях по предложениям, касающимся введения новых или модификации существующих контрактов на их товары, например активнее выступая на совещаниях представителей бирж и промышленности и, в случае фьючерсных бирж Соединенных Штатов, комментируя предложения по контрактам, публикуемым в "Федеральном регистре".

С. Влияние различных категорий участников

1) Число, размеры и категории участников операций на фьючерсных и опционных рынках

44. В функционировании товарных фьючерсных бирж прямо или косвенно может быть задействовано большое число субъектов. Их частично пересекающиеся категории включают в себя производителей, потребителей, перерабатывающие предприятия, торговые дома, независимых членов биржи, брокерские компании, банки, управляемые фонды, институциональных инвесторов, крупных частных инвесторов и фирмы, специализирующиеся на арбитражных сделках. Лишь некоторые из них являются членами биржи; кроме того, члены биржи не обязательно сами осуществляют все свои сделки, поскольку их действия зачастую оказываются менее транспарентными, если часть их приказов на покупку или продажу проходит через других членов (обычно независимых членов биржи).

45. Производители, потребители и обрабатывающие предприятия могут прямо участвовать в работе биржи, и некоторые из них являются членами бирж. Вместе с тем обычно производители или потребители не очень заинтересованы в том, чтобы нести расходы, связанные с полным членством в бирже, и в большинстве случаев они действуют через торговые дома или брокерские фирмы. Прямое участие в биржевых операциях, если у них нет своих собственных клиентов, делает их действия достаточно транспарентными для других участников. Торговые дома традиционно играют ведущую роль на товарных биржах, поскольку они постоянно подвергаются ценовым рискам, связанным с их сделками купли-продажи. Рыночные позиции торговых домов в последние годы усилились в связи с уменьшением их числа по отношению к числу товаров. Некоторые важнейшие участники биржевой торговли прекратили свои операции, и на ограниченное число очень крупных международных многотоварных торговых домов в настоящее время приходится основная масса торговли сырьевыми товарами, а также значительная доля оборота на фьючерсных и опционных рынках. Важную роль торговых домов в биржевой торговле частично можно объяснить более широким использованием таких контрактов на реальный товар, в связи с которыми торговые дома выступают в качестве посредников, управляющих рисками своих торговых партнеров, а также проводят операции за свой счет в целях хеджирования ценовых рисков. Поскольку торговые дома имеют преференциальный доступ к информации, что позволяет им предугадывать изменения рыночной конъюнктуры, они также участвуют в спекулятивных операциях, зачастую за свой счет. Некоторые из них даже создали свои собственные управляемые фонды.

46. Независимые члены биржи ("местные") обычно занимаются лишь одним видом товара (как правило, либо фьючерсными, либо опционными сделками по нему), и на них приходится большая часть деятельности, осуществляемой в течение рабочего дня, на многих биржах, особенно в Соединенных Штатах. Брокерские дома (иначе называемые коммиссионными домами или уполномоченными посредниками в срочных биржевых операциях) в основном выступают в качестве посредников, получая коммиссионные по фиксированной ставке. Некоторые из них также имеют свои собственные управляемые фонды. Многие брокерские дома представлены на целом

ряде товарных и финансовых фьючерсных бирж и фондовых рынков, а также занимаются сопутствующими банковскими операциями, зачастую в глобальных масштабах. Банки также выступают в качестве брокеров, однако они начинают играть все более важную роль на внебиржевом рынке, главным образом в качестве крупнейших дилеров по свопам. Банки (и некоторые торговые дома) обычно предпочитают совмещать две противоположные операции своп, совпадающие по размерам и срокам, однако если не удастся добиться полного совмещения, то возникающие в связи с такими операциями риски обычно страхуются фьючерсными контрактами.

47. Признавая, что на товарных фьючерсных рынках зачастую отмечается определенная несбалансированность в плане числа и размеров торговых участников биржевых операций, группа экспертов, тем не менее, считает, что обычно это отражает структуру рынка реального товара и не создает серьезных проблем для функционирования фьючерсного рынка. Группа отметила, что такая несбалансированность может быть нормальным сезонным явлением, когда, например, в период после сбора урожая большинство торговых участников выступают в качестве продавцов, а в период до сбора урожая - в качестве покупателей. Она также отметила, что использование фьючерсной торговли определяется рисками ее участников, степенью владения ими техникой такой торговли, а также установленными для них регламентациями. Зачастую это означает, что первое место по объему операций занимают торговые фирмы, за которыми следуют конечные потребители и уж потом, если таковые имеются, - производители. По мнению группы экспертов, существует серьезная проблема, связанная с непониманием приемов фьючерсной торговли, а также отсутствием навыков их использования, что препятствует выходу многих покупателей и продавцов на этот рынок. Кроме того, меры государственного регулирования в стране местонахождения участника зачастую не способствуют применению товарных фьючерсов и опционов.

48. Что касается участия в таких операциях крупных фирм, занимающихся торговлей реальным товаром, например многонациональных перерабатывающих компаний, Группа экспертов отметила, что такие фирмы приспособливают объем своих сделок к уровню ликвидности конкретного фьючерсного рынка. Это вызвано тем, что в конечном счете они всегда должны закрыть свои позиции, т.е. найти контрагента. Это означает, что крупные торговые участники (будь то производители или потребители сырьевых товаров) редко злоупотребляют своим положением на рынке путем манипуляций с фьючерсами. Было также отмечено, что участие в биржевой торговле одной относительно крупной фирмы может привлечь на этот рынок другие крупные фирмы и таким образом повысить уровень его ликвидности. Группа экспертов также затронула вопрос о том, что фьючерсная торговля по отдельным сырьевым товарам может быть несбалансированной в результате широкого использования фьючерсов многими мелкими поставщиками, зависящими от такого товара, при их неиспользовании или весьма ограниченном использовании крупными покупателями, для которых переработка данного товара играет относительно незначительную роль. Эксперты указали, что на практике крупные покупатели используют биржевую торговлю, поскольку они принимают решения о хеджировании с учетом скорее необходимости сохранения своей конкурентной способности, чем относительных издержек производства. Группа экспертов отметила, что сделки в одном направлении, проводимые крупным торговым участником фьючерсных операций, могут вызвать аналогичные действия других фирм, которые решат, что эти сделки указывают на предполагаемые изменения на рынке реального товара.

49. Существуют различные категории крупных спекулянтов, не связанных с торговлей. Наиболее важные из них - это инвестиционные фонды двух видов: управляемые фонды и институциональные инвесторы. Управляемые фонды создаются из средств отдельных лиц или учреждений с целью осуществления операций на фьючерсном рынке. Они управляются профессиональными финансистами. Институциональные инвесторы представляют собой главным образом пенсионные и страховые фонды, использующие товарные фьючерсные рынки с целью улучшения структуры своих инвестиционных портфелей.

50. На большинстве товарных фьючерсных рынков роль инвестиционных фондов усиливается. Подавляющая часть деятельности инвестиционных фондов концентрируется на фьючерсных контрактах, которые имеют истекающие сроки, а большая часть остальной деятельности - на контрактах, сроки которых истекают в ближайшее время. Они практически не участвуют в сделках на более далекие сроки и лишь начинают выходить на опционные рынки. Размеры отдельных фондов, как правило, очень велики по сравнению с оборотом, например, сельскохозяйственных фьючерсных рынков, и лишь "ближние фьючерсы" обеспечивают им достаточно большой объем операций. Инвестиционные фонды легко переориентируются с финансовых рынков на товарные фьючерсные рынки и обратно, а также с одних товарных фьючерсных рынков на другие. Ввиду их размера подобного рода переориентация может оказывать существенное влияние на цены.

51. С этим связана та проблема, что значительное большинство (более 80%) инвестиционных фондов опираются при принятии своих инвестиционных решений на системы технического анализа. Наиболее важными применяемыми системами являются системы следования тенденциям. Все они весьма схожи между собой, поэтому определенного рода "пусковые сигналы" могут вести к массовой скупке или сбросу контрактов на конкретном фьючерсном рынке. Например, снижение цен на товар, влекущий за собой осуществление продаж каким-либо инвестиционным фондом, может усиливаться этими продажами и таким образом повлечь за собой осуществление продаж другими участниками, и наоборот. Подобного рода "эффект снежного кома" опасен для участников торговли реальным товаром, поскольку такие сделки необязательно являются отражением каких-либо изменений на этом рынке.

52. Группа экспертов признала, что возрастающая активность на фьючерсном рынке крупных неторговых участников (инвестиционных фондов) отражает их стремление к диверсификации своей деятельности. В результате такой активности ценообразование на товарных рынках испытывает влияние изменений в мировой экономике в целом ^{22/}. Деятельность фондов на товарных биржах является продолжением институционализации торговли финансовыми инструментами на фондовых биржах и финансовых рынках. По мнению Группы экспертов, влияние деятельности инвестиционных фондов на движение цен заключается, главным образом, в усилении их повседневной изменчивости, но не распространяется на долгосрочные тенденции изменения цен, хотя этот аспект и нуждается в более

^{22/} Это, например, означает, что инвесторам на финансовых рынках, нуждающимся в наличных средствах для уплаты гарантийных задатков, может потребоваться закрыть свои позиции на товарных рынках, и наоборот, средства инвесторов, уходящих с финансовых рынков, из-за возникших проблем, могут переполнять товарные рынки.

тщательном изучении. Некоторые эксперты выразили мнение, что деятельность подобного рода фондов может вести к усилению непредсказуемости краткосрочных колебаний цен, затрудняя принятие решений о хеджировании. То, что инвестиционные фонды увеличивают объем ликвидности на рынках, было расценено как фактор расширения их использования покупателями и продавцами 23/.

2) Проблемы, связанные с манипуляциями

53. Группа экспертов согласилась с тем, что существует четкое концептуальное различие между спекуляциями и манипуляциями. Спекуляции предполагают торговлю на основе ожидаемых изменений фьючерсных цен, обусловленных действием рыночных сил, в то время как манипуляции связаны с давлением на цены, которые таким образом могут отклоняться от уровня, определяемого состоянием наличного рынка. Группы отметила, что в практике регулирования зачастую возникают сложности с проведением различия между двумя этими концепциями. Она подчеркнула, что деятельность спекулянтов на фьючерсных биржах необходима для обеспечения ликвидности рынков; вместе с тем некоторые торговые структуры, занимающиеся крупномасштабными спекуляциями, при определенных обстоятельствах могут попытаться манипулировать рынком.

54. Большинство манипуляций предполагает одновременное осуществление сделок на рынке реального товара и фьючерсном рынке. Манипуляции становятся возможными в том случае, когда кто-либо устанавливает чрезмерный контроль над спросом или предложением, а другие поставщики или потребители не могут достаточно быстро прореагировать на это и поставить или получить соответствующее количество товара в конкретном месте в конкретные сроки. Возможности манипуляции товарными фьючерсными контрактами отчасти зависят от указанных в них условий поставки. Чем строже ограничения, касающиеся допускаемых к поставке сортов, стран происхождения, пунктов поставки и альтернативных условий поставки, и короче сроки поставки и период уведомления перед поставкой по истечении срока действия контракта, тем шире возможности для манипуляций.

55. Группа экспертов, признавая, что попытки манипуляций, которые в основном связаны со сделками с поставкой в ближайший месяц, вызывают перекосы на рынке и наносят ущерб определенным участникам фьючерсных операций, тем не менее считает, что это, как правило, не причиняет серьезного вреда эффективности такого механизма выявления цен. Она отметила, что большинство субъектов

23/ Если рынок фьючерсных контрактов на определенный контрактный месяц ликвиден, то их продажа или покупка не представляет труда и не связана с большими издержками - т.е. разница между покупной ценой контракта и его ценой в момент продажи (разница между ценами продавца и покупателя) является минимальной. Если же рынок таких фьючерсных контрактов неликвиден, то становится проще манипулировать ценами. В этом случае операционные издержки включают в себя большую разницу между ценами продавца и покупателя и ввиду отсутствия серьезной конкуренции предлагаемые цены могут не отражать реального экономического положения. Ликвидные рынки могут легко абсорбировать крупные предложения, не испытывая чрезмерного негативного ценового воздействия; на неликвидных же рынках крупные хеджеры вынуждены осторожно распределять по срокам свои сделки, чтобы избежать ненужных потерь.

рынка, особенно те из них, которые используют рынки для установления цен, обычно могут избегать ущерба от попыток манипуляций, проявляя особую осторожность в своей стратегии биржевых операций, в частности при заключении каких-либо сделок с поставкой в ближайший месяц, а также тщательно проверяя, имеются ли основания для изменения цен, определяемые конъюнктурой рынка реального товара.

56. Группа экспертов также считает, что в целом манипуляции не препятствуют выходу на фьючерсный рынок покупателей или продавцов товара, которые имеют определенное представление о механизме функционирования такого рынка. В большинстве случаев попытки манипуляций оканчивались безрезультатно. Вместе с тем потенциальные участники фьючерсных операций зачастую считают возможность манипуляций серьезной проблемой.

57. Все биржи и контрольные органы разработали методы и правила выявления и пресечения манипуляций. Вместе с тем они не всегда расцениваются как справедливые субъекты рынка, некоторые из которых сомневаются в последовательности и справедливости применения этих правил. В обоснование этого, в частности, приводится тот довод, что при рассмотрении попыток манипуляций не выдерживается единообразный подход: отношение к ним зависит от того, на какой бирже и кем они были предприняты. Это связано с регламентациями, установленными для биржи, эффективностью ее системы контроля и с составом ее наблюдательного комитета. Особые проблемы возникали в том случае, когда пытавшаяся манипулировать рынком фирма оказывалась влиятельным членом биржи или когда возникали противоречия между биржевой практикой фирмы и ее ролью в комитете, занимающемся рассмотрением попыток манипуляций. Поэтому в интересах сохранения доверия к рынку чрезвычайно важно иметь ясные и справедливые правила, не оставляющие места для каких-либо попушений и предусматривающие четко определенные, действенные, справедливые и транспарентные санкции и процедуры, обеспечивающие надлежащее исполнение контракта.

3) Нормативные условия, касающиеся роли различных категорий участников

58. Регулирование фьючерсных и опционных рынков призвано обеспечить свободу конкуренции, транспарентность, эффективность и ликвидность рынков в рамках системы обязательных правил. Поскольку первоначальная цель товарных бирж заключалась главным образом в создании эффективного механизма хеджирования для торговли реальным товаром, разрабатывавшиеся правила были направлены на защиту интересов торговых фирм, производителей, перерабатывающих предприятий и потребителей, пользующихся биржами для целей реальной торговли. Еще одной целью регулирования, особенно в Соединенных Штатах Америки и Соединенном Королевстве, является защита мелких частных инвесторов от мошенничества. Позднее регулирующие органы стали учитывать потребности крупных институциональных инвесторов. Хотя наличие расчетной палаты и регламента обеспечивает надежность биржи, это повышает издержки биржевой торговли и требует выполнения определенных условий. При регулировании рынка возникает проблема выбора его "правильного уровня": слишком активное регулирование повысит издержки до такого уровня, при котором фирмы начнут уходить с фьючерсных и опционных рынков (спекулянты переориентируются на фондовые рынки, а участники торговли реальным товаром будут отказываться от хеджирования ценовых рисков), а слишком пассивное регулирование создаст условия для мошенничества и манипуляций, подорвет доверие к рынку и будет препятствовать его использованию.

59. Обычно существует несколько уровней регулирования фьючерсных и опционных рынков. Во-первых, внутреннее регулирование на самих биржах, которое служит гарантией финансовой безопасности и добросовестности биржевой торговли, а также доверие к рынку и его надежности на текущей основе. Во-вторых, это различные формы государственного регулирования в странах нахождения фьючерсных и опционных рынков, направленные на обеспечение упорядоченного функционирования и надежности этих рынков в целом. В-третьих, это устанавливаемый правительством налоговый режим операций хеджирования 24/.

60. Структура биржевых комитетов определяет, кто устанавливает правила биржевых операций. Обычно члены комитета выбираются из числа членов биржи. Размер биржевых платежей во многом определяет круг членов биржи, устанавливающих условия контрактов, правила и внутренний регламент. В последние несколько лет состав членов большинства крупнейших бирж существенно изменился под влиянием двух факторов. Во-первых, уменьшилось число членов в связи со снижением размеров комиссионных, в результате чего услуги брокеров подешевели и членство на бирже стало менее привлекательным. Во-вторых, в биржевой торговле сырьевыми товарами снизилась доля "специалистов" и соответственно возросла доля финансовых посредников, что ведет к уменьшению числа торговых домов, являющихся членами бирж. В то же самое время их членами становятся все большее число брокерских фирм и банков. Структура биржевых комитетов также может влиять на мнение участников торговли относительно справедливости биржевых правил. Если, например, в биржевом комитете не представлены производители, то, возможно, администрация биржи не в полной мере учитывает интересы производителей; ввиду роли бирж в процессе выявления цен они оказывают существенное влияние на финансовое положение производителей.

61. В Соединенных Штатах, согласно Закону о практике фьючерсной торговли 1992 года, в биржевых комитетах должно быть представлено определенное минимальное число фермеров, производителей, торговых фирм и экспортеров, а также лиц "со стороны", имеющих опыт торговли фьючерсами или другие необходимые знания, которые позволяют этим лицам вносить вклад в обсуждения комитета. Более строгими стали и правила, направленные на предотвращение столкновений интересов: любой член комитета или совета биржи должен воздерживаться от голосования по любому вопросу, если у него есть прямые финансовые интересы в связи с его рассмотрением. В других странах регламентациями, как представляется, не предусмотрены какие-либо конкретные требования к структуре совета директоров 25/. По всей видимости, весьма важно

24/ Более подробное рассмотрение вопросов, связанных с регулированием, см. UNCTAD/COM/16, глава III.

25/ Например, на ЛБМ совет состоит из выборных должностных лиц из числа биржевиков, собирающихся на "ринге", однако нет каких-либо правил, регламентирующих его структуру.

обеспечивать адекватное представительство покупателей и продавцов 26/. Поэтому развивающиеся страны, желающие участвовать в операциях фьючерсных бирж, должны громче заявлять о своих интересах как через посредство торговых домов, с которыми они сотрудничают, так и непосредственно становясь членами бирж.

62. Уровень транспарентности биржевых операций определяется не только регулярным и широким распространением информации о ценах, но и транспарентностью в отношении категорий субъектов рынка и их деятельности. Во всех странах установлены правила, касающиеся представления информации о биржевой деятельности, включая требования о сохранении "аудиторского следа", т.е. информации, позволяющей проследить движение каждого заказа клиента с момента его размещения у финансового посредника до момента его исполнения. Благодаря этим требованиям о предоставлении информации, как правило, обеспечивается наличие общедоступной совокупной информации по общему объему торговли, общему биржевому обороту по наличным товарам, общему объему открытых срочных позиций и максимальной и минимальной цене предложения. Данная информация помогает участникам рынков оценить степень ликвидности, масштабы неторговых операций и степень изменчивости цен в отношении какого-либо контракта. В этой связи Группа экспертов подчеркнула, что лучшими способами получения информации, необходимой для принятия торговых решений, являются активное участие в рыночных операциях, сеть надежных торговых контактов, позволяющая лучше понимать настроения рынка, и правильный анализ получаемой информации. Это требует постоянного наличия квалифицированного персонала. Группа экспертов отметила, что передаваемая в режиме реального времени информация о ценах и регулярные сообщения об объеме запасов, обороте или объеме открытых срочных позиций поступают с ряда бирж через международные коммерческие информационные системы и что также разрабатываются другие формы оперативного распространения информации. Она признала, что существуют пробелы в глобальном охвате, что представляемая информация не является унифицированной между биржами и порой не имеет той степени детализации, которая необходима для принятия правильных решений о хеджировании.

63. Ключевая проблема в области требований раскрытия информации - это сложность определения относительного размера крупнейших групп участников рынка. Группа экспертов отметила, что информация о структуре фьючерсных рынков в разрезе основных категорий их участников (торговые дома, крупные конечные потребители, брокеры, банки и инвестиционные фонды) является неполной или неясной. Это касается не установления различия между хеджерами и спекулянтами, поскольку хеджеры зачастую также занимаются спекулятивными

26/ По словам Питера Куи, президент отделения сбыта сырьевых товаров компании "Карджил", "было бы полезно.., если бы в процессе саморегулирования участвовало больше людей, знакомых с механикой наличных рынков, являющихся основой биржевой торговли. "Чикаго борд от трейд" следует считаться с мнением коммерческих хеджеров и не ограничиваться лишь указанием их замечаний в протоколах заседаний в сноске под рубрикой "мнение меньшинства". Следует обеспечить более широкое представительство при отборе и выборе директоров ЧБТ. Необходимо также шире привлекать торговые и промышленные группы к обсуждению условий на наличных рынках и мер в области сельского хозяйства и торговли сельскохозяйственными товарами, которые могут влиять на исполнение контрактов". Цит. по CFTC, ibid., p. 569, September 1991.

операциями, а скорее функциональной взаимосвязи между участниками рынка и данным биржевым товаром. Эти группы зачастую имеют различную мотивацию к торговле, различную способность не продавать актив при снижении его стоимости и различные критические уровни для принятия торговых решений. Сообщение информации о группах участников также является общим благом, помогаая биржам в принятии деловых решений и другим участникам рынка в принятии торговых решений, однако ее получение зачастую затрудняется частными интересами фирм. Группа экспертов считает необходимым дополнительно проработать вопрос о том, каким образом обеспечить доступность надлежащей информации о структуре участников операций на бирже с целью укрепления доверия к ней со стороны потенциальных участников, являющихся покупателями и продавцами сырьевых товаров, не нарушая при этом коммерческой тайны, а также найти пути и средства стандартизации усовершенствованных требований, касающихся раскрытия информации, между товарными биржами в глобальном масштабе.

III. ТЕХНИЧЕСКИЕ И НОРМАТИВНЫЕ УСЛОВИЯ, ВЛИЯЮЩИЕ НА ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ТОВАРНЫХ БИРЖ КАК ПОКУПАТЕЛЯМИ, ТАК И ПРОДАВЦАМИ СЫРЬЕВЫХ ТОВАРОВ

64. В благоприятных условиях и при правильном их использовании фьючерсные, опционные, а также внебиржевые инструменты могут являться ценными средствами снижения рисков, связанных с изменчивостью цен и неопределенностью, характерной для сделок на многих товарных рынках, а также могут облегчать и удешевлять доступ к капиталу. Вместе с тем есть много веских причин, по которым подобного рода финансовые инструменты не включаются в стандартный арсенал методов торговли, используемых производителями, потребителями, торговыми фирмами и другими участниками рынка, подвергающимися рискам колебания цен на сырьевые товары. Некоторые из этих причин связаны с функционированием бирж - факторы, рассмотренные в главе II. Другие больше связаны с участниками биржевых операций. Эти причины рассматриваются в настоящей главе.

A. Характеристики внутренней рыночной структуры, влияющие на использование инструментов управления ценовыми рисками в торговле сырьевыми товарами

65. Имеющиеся у производителей, потребителей и торговых фирм возможности использования инструментов управления рисками, связанными с колебаниями цен на сырьевые товары, зачастую определяются размерами этих предприятий и условиями, в которых они действуют. Небольшие независимые сельскохозяйственные или горнодобывающие предприятия не могут использовать инструменты управления риском, предлагаемые международными товарными биржами, поскольку они, по всей вероятности, не имеют прямого доступа даже на внутреннюю товарную биржу. Такие проблемы практически не стоят перед крупными производителями, перерабатывающими предприятиями/потребителями или кооперативами.

66. В случае торговых фирм, ориентирующихся на мировой рынок, большие размеры и хорошая репутация являются очевидными преимуществами. Масштабы деловых операций мелких торговых фирм обычно слишком малы для того, чтобы те несли расходы, связанные с использованием фьючерсных рынков. Брокеры, как правило, не осуществляют операций на фьючерсных рынках от имени неизвестных фирм, кроме как на условиях предварительной оплаты. Кроме того, эти фирмы не получают доступа к внебиржевому рынку управления риском, поскольку они не являются приемлемыми партнерами. По этой причине условия использования рынка управления риском экспортерами из развивающихся стран и республик СНГ в последние годы ухудшились в связи с либерализацией и последовавшим за этим распадом рыночных систем во многих странах. Там, где раньше управления по

сбыту или централизованные сбытовые организации имели прямой доступ к товарным биржам и во многих случаях активно проводили стратегии управления рисками (в том числе используя форвардные продажи и "исполнимые поручения"). Пришедшие на их место новые, обычно мелкие и неопытные, экспортеры во многих случаях ограничиваются в своей деятельности продажами на рынке "spot". Эта ситуация вряд ли изменится в ближайшее время: нужны годы для того, чтобы получить опыт и хорошую репутацию. В таких случаях возникает явная потребность в принятии мер, которые облегчили бы таким экспортерам доступ к имеющемуся набору инструментов сбыта сырьевых товаров, например в форме государственной поддержки или гарантий и/или самоорганизации экспортеров в ассоциации или более крупные фирмы.

В. Условия контракта и "базисные риски"

67. Контракты на товарных фьючерсных биржах развитых стран предназначаются прежде всего для удовлетворения потребностей торговых фирм, потребителей и производителей из развитых стран и, таким образом, отражают традиционную структуру товарных потоков. Поэтому условия контрактов не всегда учитывают потребности компаний других стран, особенно в плане условий поставки. Среди основных биржевых товаров лишь сахар может поставляться из портов развивающихся стран. Фьючерсные контракты на все другие сырьевые товары предусматривают поставку на потребительский рынок развитых стран (Соединенные Штаты, Европа или Япония), хотя это, возможно, больше и не отражает должным образом реальной структуры потоков сырьевых товаров с учетом возрастающей роли торговли Юг-Юг. Отсутствие корреляции между конъюнктурой спроса и предложения на одном рынке и конъюнктурой на соответствующей бирже ведет к возникновению крупных "базисных рисков", что усложняет принятие решений по хеджированию или делает его слишком рискованным.

68. Одно из возможных решений данных проблем - адаптация условий контракта (см. раздел В главы II). Группа экспертов подчеркнула, что другим решением могла бы стать разработка новых внутренних или региональных контрактов, например, для кофе сорта "робуста" из Юго-Восточной Азии, турецкого хлопка или тихоокеанских креветок. Такие контракты могли бы обращаться на новых биржах в развивающихся странах. Помимо обеспечения нового механизма хеджирования, такие биржи могли бы давать ряд дополнительных выгод экономике этих стран (см. вставку). Группа экспертов подчеркнула, что такие биржи следует рассматривать в качестве скорее дополнения, чем замены уже существующих бирж.

С. Государственное регулирование и политика

69. Многие директивные органы, причем не только в развивающихся странах, мало знакомы с рынками управления риском и проявляют к ним неблагоприятное отношение. Отчасти из-за этого на национальном уровне существует ряд нормативных и политических барьеров, препятствующих использованию рынков управления риском, от прямого запрета и отсутствия ясных норм регулирования до косвенно действующих сдерживающих факторов.

РАЗВИТИЕ НАЦИОНАЛЬНЫХ И РЕГИОНАЛЬНЫХ БИРЖ

Спустя сто лет после их создания товарные биржи, как представляется, переживают новый период подъема. В последние несколько лет многочисленные товарные биржи были созданы в таких странах, как Венгрия, Польша и Румыния, республики СНГ и Китай. В целом ряде крупных развивающихся стран также были созданы или рассматривается вопрос о создании новых товарных бирж.

По мнению Группы экспертов, во многих случаях было бы очень полезно развивать национальные или региональные биржи в интересах как укрепления внутреннего рынка, так и расширения международной торговли. Для появления таких бирж, как представляется, существует ряд экономических причин:

- они улучшат процесс выявления цен на местном рынке, укрепят внутреннюю рыночную систему и внедрят новые механизмы управления риском;
- они облегчат использование наличных запасов для обеспечения кредитов, открывая таким образом новые источники финансирования внутренних производителей и экспортеров;
- они будут содействовать совершению торговых операций не за рубежом, а внутри страны (как и удержанию в стране платежей за услуги);
- они могут привлекать в страну международные спекулятивные средства, вливая таким образом в ее экономику дополнительный капитал;
- они могут вызывать полезные побочные эффекты на внутренних рынках капитала;
- рынки в часовых поясах, где нет других фьючерсных рынков тех же товаров, могут привлекать к себе внимание международных торговых домов и других фирм, действующих на товарных рынках круглосуточно.

Вместе с тем директивным органам следует избегать создания товарных бирж лишь по соображениям престижа. Так, имеется целый ряд условий практической осуществимости создания организованных бирж:

- в данной стране или в данном регионе должен иметься развитый наличный рынок соответствующих сырьевых товаров как основа биржевой торговли ими;
- биржевой рынок должен обладать достаточной потенциальной ликвидностью, а круг его потенциальных участников должен быть достаточно широким. В этой связи должны быть рассмотрены формы участия иностранного капитала;
- весьма важна активная поддержка со стороны государства и местных деловых кругов, прежде всего применение биржевых операций для целей хеджирования фирмами, занимающимися производством, переработкой и сбытом биржевых товаров. Необходима уверенность в стабильности государственной поддержки;
- государственная политика, включая валютный контроль и торговую политику, должна благоприятствовать функционированию товарной биржи и способствовать должному использованию этой биржи частным сектором.

Новые биржи должны создаваться с учетом конкретной ситуации в соответствующей стране или группе стран, копирование же регламентаций более развитых стран может привести к возникновению проблем. В тех случаях, когда условия (особенно с точки зрения ликвидности и числа участников) для создания товарной фьючерсной биржи не могут быть удовлетворены, проще изучить возможность создания организованных форвардных бирж, которые дают преимущества, аналогичные преимуществам товарных фьючерсных бирж, т.е. выявление цен, возможность использования механизма хеджирования и расширение кредита.

По мнению Группы экспертов, электронные торговые системы могут выступать в качестве относительно дешевых инструментов развития национальных бирж. Такие системы могут также облегчать создание сети бирж в тех регионах, где круг потенциальных участников рынка в каждой из стран в отдельности был бы слишком мал; вопрос о создании таких региональных бирж в настоящее время рассматривается в Азии и Латинской Америке.

70. В некоторых случаях использование инструментов управления риском прямо запрещается 27/. В ряде стран компаниям и другим структурам запрещено использовать определенные иностранные продукты управления риском, поскольку государственные органы этих стран уверены, что рынок, на котором предлагаются такие продукты, не функционирует надлежащим образом, и таким образом пытаются защитить свои компании от убытков 28/. Во многих странах запрещена продажа опционов.

71. Действующие в стране правила в области валютного контроля, политики цен, торговой политики и налогообложения оказывают большое влияние на возможности использования фирмами рыночных инструментов управления риском. Например, если затруднен доступ к иностранной валюте, то оказывается заблокированным выход на иностранные товарные биржи. Если внутренние цены на экспортные товары контролируются правительством, то оно принимает на себя большую часть ценовых рисков; в таком случае у частного сектора могут отсутствовать достаточные стимулы для управления этими рисками. Если торговая политика предусматривает регулирование экспорта - либо путем контроля над ценами, либо путем количественных ограничений, - то вполне вероятно, что хеджирование окажется невозможным. Если налоговое законодательство не учитывает должным образом связи между наличной стороной сделки и ее компонентом управления риском, то налоговые выплаты компаний могут оказаться чрезмерно большими. На практике же во многих странах потребуются продолжительные переговоры между потенциальными пользователями инструментов управления риском и различными государственными ведомствами (включая центральный банк, министерство финансов, налоговые органы и министерство торговли), прежде чем использование инструментов управления риском станет возможным. В этом случае компаниям необходимо будет следить за дальнейшими изменениями нормативной базы в их странах, чтобы не оказаться в затруднительном положении в случае изменений действующих правил 29/.

27/ В Аргентине "Национальному зерновому совету" не разрешено проводить операции хеджирования (так же как и "Канадскому зерновому совету"), поскольку хеджирование рассматривается законодателями как спекулятивная операция. В Бразилии до августа 1993 года компаниям не разрешалось осуществлять товарные свопы, кроме как путем создания офшорной компании. В Колумбии запрет на использование рыночных инструментов управления рисками, связанными с колебаниями цен на сырьевые товары, был снят лишь в 1992 году; в Мексике банкам было разрешено использовать внебиржевые инструменты для хеджирования их собственных рисков или рисков их клиентов лишь с 1992 года.

28/ До октября 1992 года это происходило с опционами ЛБМ в Соединенных Штатах: использование этих опционов было запрещено, за исключением компаний, прямо связанных с производством, торговлей или потреблением соответствующего товара. В Японии министерство финансов в течение длительного времени запрещало институциональным фондам использовать товарные фьючерсы или опционы; лишь с середины 1992 года страховым компаниям было разрешено инвестировать незначительную часть своих портфельных средств в товарные фонды.

29/ Это в равной степени относится ко всем правительствам: например, в Соединенных Штатах изменения торговой политики, связанной с экспортом пшеницы, и налогового законодательства влияют на использование фьючерсных рынков.

72. В этом отношении правительства несут двойную ответственность. Они должны содействовать надлежащему применению инструментов управления риском, одновременно ограничивая возможности злоупотребления ими. Подобного рода злоупотребления могут быть различными - от использования инструментов управления риском для обхода внутреннего налогового законодательства или регламента бирж до участия в неконтролируемых спекулятивных операциях. Налоговые органы могут составлять перечень операций управления риском, которые считаются допустимыми операциями хеджирования для целей налогообложения, точно так же как финансовые регулирующие органы (на уровне центрального банка или министерства финансов) могут устанавливать, какие именно инструменты управления риском разрешены для использования национальными компаниями.

73. Группа экспертов подчеркнула, что правительствам следует отдавать себе отчет в том, каковы издержки частых и/или непредсказуемых изменений действующих правил для участников рынка. Это относится к правительствам стран, в которых находятся биржи, также несут большую и, по сути дела, зачастую международную ответственность за то, чтобы избегать подобного рода изменений, поскольку они могут наносить ущерб не только национальным, но и иностранным участникам. Группа экспертов подчеркнула большую необходимость расширения возможностей правительств по получению информации и консультаций по вопросам регулирования, а также обмена опытом между правительствами. Такие международные форумы, как ЮНКТАД и Всемирный банк, имеют сравнительные преимущества в данной области, поэтому их деятельность по этому направлению следует активизировать.

D. **Дополнительные гарантийные задатки и другие проблемы, связанные со способностью выполнять текущие обязательства**

74. Серьезным препятствием для использования инструментов управления риском, особенно для мелких фирм и государственных учреждений, является потребность в иностранной валюте для уплаты гарантийных задатков, комиссионных и дополнительных гарантийных задатков 30/. Хотя дополнительные гарантийные задатки, помимо неполученных процентов в счет отвлеченных из своего оборота денежных средств не идут в убыток, поскольку в операциях хеджирования размер дополнительных гарантийных задатков должен равняться сумме нереализованной прибыли по сделкам с реальным товаром, их внесение создает проблему, связанную с движением денежных средств, требуя постоянного доступа к иностранной валюте или достаточно крупным кредитным линиям. Многие компании из развивающихся стран считаются слишком рискованными контрагентами и поэтому не могут получать значительные кредитные линии, в то время как их доступ к иностранной валюте обычно может ограничиваться рядом внутренних правил и процедур.

30/ Первоначальные задатки зачастую составляют приблизительно 5-10% стоимости контракта. Если страна хочет хеджировать, например, экспорт сахара в размере 100 000 т, то в качестве первоначального задатка она должна внести приблизительно 2 млн. долл. США. Размер дополнительных гарантийных задатков зависит от движения цен после покупки или продажи фьючерсного контракта; в данном примере повышение цены на сахар на один цент будет означать для этой страны необходимость внесения дополнительного гарантийного задатка в размере 2 млн. долл. США либо наличными, либо ценными бумагами (в последнем случае это дает прибыль в виде процентных выплат; тем не менее многие компании, по-видимому, вносят свои дополнительные гарантийные задатки наличными).

Дополнительные проблемы могут создаваться процедурами официальной отчетности по офшорным сделкам (особенно в случае потерь по фьючерсной торговле). Все эти ограничения влияют на возможности хеджирования рисков, связанных с колебаниями цен на сырьевые товары, а также валютных рисков, которые зачастую оказываются для экспортеров не менее важными 31/.

75. Группа экспертов указала на возможность принятия мер в различных областях с целью частичного решения данной проблемы. Во-первых, доступ к кредитным линиям можно было бы расширить, например, путем поощрения активного участия местных финансовых кругов или путем развития местной системы складов, способных выдавать товарные квитанции в качестве гарантии под кредитные линии. Во-вторых, следует оказывать помощь правительствам развивающихся стран в выявлении и устранении нормативных препятствий для их экспортеров, стремящихся использовать инструменты управления риском, включая доступ к иностранной валюте. Для этого необходимо сравнить имеющийся опыт. В-третьих, дальнейшего изучения требует вопрос оказания поддержки компаниям развивающихся стран по линии местных или международных финансовых или страховых механизмов обеспечения дополнительных гарантийных задатков.

Б. Организация компаний и вопросы контроля

76. Не все компании в равной степени способны получать доступ к использованию инструментов управления риском в связи с возникающими при этом значительными организационными расходами. Во-первых, потенциальные пользователи инструментов управления риском должны иметь бесперебойную связь с рынками и учитывать в своих действиях часы работы бирж, технические условия и правила поставки. Первое условие - бесперебойная связь с рынками - зачастую оказывается трудновыполнимым для компании в стране с плохо развитыми средствами связи и практически отсутствующими информационными услугами, которые имеются в развитых странах. Например, ряд компаний, предлагающих внебиржевые инструменты, ушли с африканского рынка из-за проблем связи.

77. Во-вторых, компании должны готовить квалифицированный персонал и, как подчеркнула Группа экспертов, принимать соответствующие меры, чтобы такой персонал продолжал работать в компании, выполняя функции, которые были хотя бы похожи на то, к чему его готовили. Это дает компаниям дополнительную выгоду, поскольку они могут устанавливать сеть контактов в торговых кругах и таким образом принимать более обоснованные решения в области торговли и ценообразования. Для этого нужны соответствующие усилия со стороны как руководства компании, так и соответствующего персонала. В случае правительственных компаний, зарплата в которых часто гораздо ниже, чем в частном секторе, может оказаться весьма непросто добиться такой преемственности.

31/ Ниже приводится ряд примеров: компании в западноафриканской зоне франка КФА - валюты, которая теоретически является полностью обратимой во французские франки, - сталкиваются с той проблемой, что центральному банку нужна неделя, начиная с момента направления заявки, для проведения операции обмена. В Таиланде экспортерам необходимо получать в центральном банке специальное разрешение каждый раз, когда они хотят уплатить дополнительный гарантийный задаток. В Коста-Рике центральный банк разрешает компаниям использовать резервы твердой валюты лишь для внесения дополнительных гарантийных задатков, связанных с использованием фьючерсов на срок до четырех месяцев, хотя большинство компаний хотели бы хеджировать свои операции на срок, по крайней мере, одного года.

78. В-третьих, компании должны приспособлять свою структуру к деятельности по управлению риском, причем не только в плане бухгалтерского учета, но и с целью обеспечения надлежащего управленческого контроля над рисками. Системы учета должны отражать связь между операциями с реальным товаром и деятельностью по управлению риском, обеспечивая таким образом оперативный всесторонний контроль над рисками компании. Потеря контроля над деятельностью по управлению риском очень дорого обошлась ряду компаний и учреждений из развитых и развивающихся стран.

79. Отдельные, особенно крупные, компании развивающихся стран уже сделали шаги в этом направлении. Данный процесс начался несколько лет назад, когда после анализа ситуации последовали попытки фактического использования инструментов управления риском, а затем началось постепенное расширение набора и объема используемых инструментов. Ряд компаний, бирж и учреждений, включая ЮНКТАД и Всемирный банк, в настоящее время готовят специалистов для потенциальных пользователей инструментов управления риском 32/. Тем не менее спрос на такую подготовку намного превышает предложение. Сегодня еще очень мало делается в данной области, особенно в плане подготовки руководящих работников компаний. По мнению Группы экспертов, необходимо уделить особое внимание укреплению подготовки кадров в таких областях, как системы бухгалтерского учета и контроля за деятельностью компаний.

80. Группа экспертов также подчеркнула, что с целью содействия более широкому использованию товарных фьючерсов и других инструментов управления риском как покупателями, так и продавцами сырьевых товаров, руководители компаний и государственных директивных органов должны понимать, что структуры внутреннего контроля компаний являются достаточно эффективным средством предотвращения крупных злоупотреблений. Группа настоятельно просила биржи, посредников (таких, как брокеры) и международное сообщество помочь компаниям развивающихся стран в создании подобного рода контрольных структур; она предложила также, в качестве временной меры, внедрение биржами систем раннего оповещения руководства компании о неразрешенных торговых операциях, осуществляемых ее персоналом 33/.

Г. Факторы коммерческого, странового и "суверенного" риска

81. В целом займы и другие сделки с кредитным компонентом предполагают три уровня рисков, связанных с выбором контрагента: коммерческий риск, страновой риск и "суверенный" риск. Коммерческий риск состоит из повседневных хозяйственных рисков, не имеющих никакого отношения к месту нахождения предприятия. Страновой риск представляет собой риск, обусловленный осуществлением деловых операций в данной стране, т.е. возможными изменениями ее политики, политической нестабильностью и т.д. "Суверенный" риск, самый

32/ Описание этих видов деятельности см. также TD/B/CN.1/12, "Техническое сотрудничество в области сырьевых товаров: выявление областей, в которых следует усилить техническое сотрудничество, для их рассмотрения".

33/ На французской фьючерсной бирже "МАТИФ" в настоящее время уже существует такая система: когда объем сделок какой-либо компании, являющейся членом данной биржи, превышает определенный максимально возможный уровень риска (первоначальные задатки превышают 20% объема собственных средств компании) представители биржи прямо выходят на верхнее управленческое звено соответствующей компании, чтобы убедиться в том, что оно знает о происходящем.

большой риск, который финансовым посредникам весьма сложно измерить, представляет собой оценку возможности того, что правительство создаст препятствия для осуществления компаниями, действующими на территории данного государства, своих платежей внешним контрагентам (например, платежей кредиторам в рамках соглашения своп).

82. Эти виды рисков являются серьезным препятствием не только в торговле реальным товаром, но и при использовании инструментов управления риском. На организованных рынках, каковыми являются товарные биржи, риски неплатежеспособности контрагента теоретически страхуются через расчетную палату биржи. Однако участники рынка часто зависят от того, захочет ли посредник предоставить им кредитные линии для уплаты гарантийных и дополнительных гарантийных задатков, к тому же риски, связанные с предоставлением кредита, не страхуются расчетной палатой. На внебиржевом рынке посредники полагаются на репутацию своих контрагентов. Если считается, что компания считается слишком рискованным контрагентом, то у нее мало или вообще нет шансов получить доступ к кредитным линиям для использования товарных бирж, и она сможет выйти на внебиржевой рынок лишь в том случае, если она представит достаточные гарантии. Одна из возникающих в этой связи проблем заключается в том, что рейтинг компаний развивающихся стран (особенно мелких частных экспортеров, которые начали заниматься экспортом сырьевых товаров после либерализации внутренних рынков) определить весьма непросто в силу того, что они появились на рынке недавно и не имеют хорошо поставленной системы бухгалтерского учета.

83. Дополнительная проблема заключается в том, что, даже если какая-то компания считается надежной и имеет хороший рейтинг, тот факт, что она расположена в стране, сотрудничество с которой, как полагают, связано с большими рисками, может препятствовать ее доступу к инструментам управления риском. Для инструментов, предлагаемых на внебиржевом рынке, банки, а также торговые дома имеют установленные по конкретным странам "потолки" потенциальных рисков, которые являются функцией допустимого "суверенного" риска для соответствующей страны. Для большинства развивающихся стран такой "потолок" может составлять всего лишь 20-100 млн. долл. США. Кредитные риски, связанные с внебиржевыми инструментами, могут быть весьма значительными. Внебиржевые сделки могут блокироваться уже только потому, что связанные со свопами риски оказываются выше "потолка" страны, утвержденного комитетом кредиторов. Имеются возможности сокращения общей величины рисков, как, например, получение страховки, обеспечения под кредит, контроля над экспортными поступлениями или гарантий, но они по-прежнему довольно ограничены. Можно предусмотреть и целый ряд других мер ^{34/}, но в любом случае необходимо дальнейшее изучение данного аспекта.

84. Пока не будет снижена высокая степень "суверенного" риска, большинство предприятий из стран, не относящихся к развитым, не смогут пользоваться многими современными внебиржевыми инструментами управления рисками. Группа экспертов считает, что указанные проблемы и поиск путей их решения заслуживают самого серьезного внимания на международном уровне.

^{34/} Среди всего прочего в решении проблем, связанных с "суверенными" рисками, заинтересован ряд международных организаций. Международная финансовая корпорация, входящая в группу Всемирного банка, уже выступила в ряде валютных, процентных и товарных свопов в качестве гаранта со стороны компаний развивающихся стран. Согласно сообщениям, Европейский банк реконструкции и развития, а также Африканский банк развития придерживаются такого же подхода.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

85. Усиление опоры на рыночные силы при определении мировых цен на сырьевые товары требует транспарентного и эффективного функционирования механизмов ценообразования на мировом рынке. Большую роль в этой связи призваны сыграть товарные фьючерсные рынки. Вместе с тем имеющиеся факты показывают, что они не дают универсальных решений. Поскольку торговля многими сырьевыми товарами характеризуется олигополистической или олигосониетической структурой рынка или высокой степенью сегментации рынка под влиянием вертикальной интеграции, обусловленной географическими причинами или различными потребительскими вкусами, или использованием таких административных мер, как соглашения о преференциальной торговле или контроль над ценами, было бы нецелесообразно создавать системы фьючерсных контрактов для всех основных сырьевых товаров. Кроме того, поскольку введение товарного фьючерсного контракта является дорогостоящей и требующей времени процедурой, стоимость и физический объем торговли многими неосновными сырьевыми товарами, по всей вероятности, недостаточно высоки для их широкого включения в биржевую торговлю. Таким образом, потенциальная роль биржевых контрактов в формировании цен на многие сырьевые товары ограничена по объективным причинам; свое значение будут сохранять и другие виды механизмов ценообразования, такие, как согласование цен в рамках долгосрочных контрактов, аукционы, внутрифирменные сделки, форвардные рынки и рынки "spot" или центральные оптовые рынки.

86. Даже при наличии рынка фьючерсных контрактов на тот или иной сырьевой товар котировки цен по этим контрактам не обязательно являются результатом надлежащего процесса выявления цен. Необходимо выполнение ряда условий для обеспечения того, чтобы торговля фьючерсными контрактами давала ценовые сигналы, отражающие текущую и ожидаемую конъюнктуру на соответствующем реальном рынке. К числу этих условий относятся достаточная степень изменчивости цен на рынке реального товара, надлежащие условия контракта в отношении качества, происхождения, пунктов поставки и альтернативных процедур поставки с целью предупреждения манипуляций на рынке, достаточная степень ликвидности рынка и наличие регламента биржевой торговли, обеспечивающего как надежность рынка, так и транспарентность торговли.

87. Эти условия не всегда выполняются. Товарные фьючерсные рынки, хотя в целом они и выполняют полезную функцию, еще не являются в полной мере эффективными. Среди всего прочего, условия контрактов не всегда отражают потребности большей части покупателей и продавцов сырьевых товаров. В плане транспарентности рынка, как представляется, нужны улучшения для обеспечения рыночного участия на более справедливой основе. Кроме того, несколько ограниченное использование в настоящее время рынков управления рисками отчасти объясняется отсутствием уверенности у покупателей и продавцов сырьевых товаров в надлежащем функционировании бирж, что, в частности, вызвано частыми попытками манипуляций и отношением к ним, отсутствием понимания в вопросе влияния инвестиционных фондов на ценообразование и отчасти - многочисленными барьерами, с которыми сталкиваются продавцы и покупатели, когда они хотят использовать эти рынки. Группа экспертов по товарным биржам, созданная Генеральным секретарем ЮНКТАД, на своей встрече в сентябре 1993 года предложит принять в этих областях надлежащие меры.
