



КОНФЕРЕНЦИЯ ОРГАНИЗАЦИИ
ОБЪЕДИНЕННЫХ НАЦИЙ
ПО ТОРГОВЛЕ И РАЗВИТИЮ

Distr.
GENERAL

TD/B/COM.1/EM.5/2
24 February 1998

RUSSIAN
Original: ENGLISH

Совет по торговле и развитию
Комиссия по торговле товарами и услугами
и по сырьевым товарам, третья сессия
Совещание экспертов по анализу эффективности и
полезности для зависящих от сырьевого сектора
стран новых инструментов на товарных рынках:
управление рисками и финансирование под обеспечение
Женева, 4 мая 1998 года
Пункт 3 предварительной повестки дня

**АНАЛИЗ ЭФФЕКТИВНОСТИ И ПОЛЕЗНОСТИ ДЛЯ ЗАВИСЯЩИХ ОТ СЫРЬЕВОГО
СЕКТОРА СТРАН НОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ НА ТОВАРНЫХ РЫНКАХ:
УПРАВЛЕНИЕ РИСКАМИ И ФИНАНСИРОВАНИЕ ПОД ОБЕСПЕЧЕНИЕ**

Доклад секретариата ЮНКТАД

СОДЕРЖАНИЕ

	<u>Пункты</u>
Введение	1 - 5
I. Полезность и эффективность современных финансовых инструментов для предприятий	6 - 20
А. Накопленный опыт	6 - 9
В. Сдерживающие факторы	10 - 14
1. Недостаточная информированность и подготовка	10 - 11
2. Слабые институциональные структуры	12
3. Общие, правовые и нормативные рамки	13
4. "Суверенные" риски	14
С. Эффективность	15 - 20
II. Значение управления ценовыми рисками и обеспечение доступных кредитов для фермеров	21 - 30
А. Накопленный опыт	21 - 26
В. Возможности для устранения ограничений	27 - 29
С. Эффективность	30
III. Правительственная политика и последствия ценовых рисков	31 - 50
А. Непосредственное воздействие ценовых рисков на правительства и возможности для снижения этих рисков	33 - 46
1. Гибридные стабилизационные фонды и стратегии	34 - 35
2. Увязка обязательств по обслуживанию задолженности с ценами на сырьевые товары	36 - 37
3. Использование фьючерсов и внебиржевых рынков инструментов управления рисками	38
4. Препятствия	39 - 46
В. Косвенный риск	47 - 49
С. Эффективность	50
IV. Заключение	51 - 57

ВВЕДЕНИЕ

1. В 1995 году на сырьевые товары по-прежнему приходилось 64% экспорта из стран Латинской Америки и Карибского бассейна, 74% экспорта из Африки и 39% экспорта из стран Центральной и Восточной Европы. Азия является единственным регионом, в котором большинству стран удалось осуществить успешную диверсификацию путем развития других секторов, помимо сырьевого сектора (на который в настоящее время приходится 23% экспорта), однако даже в этом регионе некоторые группы стран (например, островные государства в Тихом океане и экспортеры нефти) по-прежнему в значительной степени зависят от сырьевого сектора. Сырьевые товары занимают также важное место в импорте большинства стран.

2. Таким образом, не удивительно, что неблагоприятные цены или условия торговли могут серьезно сказываться на большинстве стран, зависящих от сырьевого сектора. Сырьевые рынки, к сожалению, являются нестабильными, и тщетные предыдущие усилия, предпринимавшиеся с целью их стабилизации, позволяют предположить, что в ближайшем будущем они, по всей видимости, останутся таковыми. Современные рыночные финансовые инструменты, такие, как фьючерсы, опционы, свопы и различные формы финансирования под обеспечение (см. вставку 1), возможно, не являются идеальным решением проблем, вызванных нестабильностью рынка, однако пока нет лучших альтернатив.

3. Эти инструменты обладают двумя главными преимуществами. Во-первых, они могут быть использованы для улучшения структуры рисков экономического субъекта, делая его менее уязвимым к отрицательным изменениям в ценах. Другими словами, их использование способствует повышению степени предсказуемости будущих издержек и/или доходов (те, кто берет на себя риск изменения цен на сырьевые товары, несмотря на существование эффективных инструментов управления ценовыми рисками, фактически, занимаются спекулятивными операциями). Второе преимущество (которое частично вытекает из первого) заключается в том, что эти инструменты позволяют снизить риск невыполнения обязательств: кредиторы могут чувствовать себя более безопасно, предоставляя финансирование, и, следовательно, будут охотнее выделять более значительные ресурсы на лучших условиях. Этими преимуществами может воспользоваться, по крайней мере в теории, любой экономический субъект (хотя на практике использование таких инструментов может оказаться сложной задачей для многих хозяйственных субъектов), включая центральное правительство, полугосударственные органы, предприятия сырьевого сектора или фермеров. К числу недостатков относятся необходимость освоения надлежащих методов использования этих инструментов, возникающие определенные операционные расходы и необходимость, как правило, принятия определенного компромиссного варианта при управлении рисками: возможность сокращения убытков, возникающих в результате снижения цен, во многих случаях частично компенсируется утратой некоторых возможностей, позволяющих воспользоваться выгодами в случае повышения цен.

Вставка 1

**Современные инструменты управления ценовыми рисками и
финансирования под обеспечение в сырьевом секторе**

Партнерские и ценовые риски всегда выступали одним из неотъемлемых элементов производства сырьевых товаров, их переработки и торговли ими. Инструменты, используемые для управления этими рисками, были разработаны несколько столетий тому назад и включали, в частности, форвардные контракты, торговые ассоциации и т.д. Вместе с тем на протяжении последних примерно 20 лет наблюдается быстрое расширение набора таких инструментов и они становятся все более сложными. Товарные биржи предлагают более широкие возможности для управления ценовыми рисками, и наблюдается быстрое повышение роли банков и других финансовых компаний. В области финансирования сырьевого сектора были разработаны новые инструменты для снижения партнерского риска, в частности благодаря новым инструментам, использующим продаваемые сырьевые товары в качестве обеспечения для финансирования этих сделок. Поскольку стоимость сырьевых товаров, используемых в качестве обеспечения, частично зависит от цен, то эти новые методы финансирования, как правило, включают также управление ценовыми рисками.

Главный потенциальный недостаток этих инструментов заключается в том, что они являются сложными и могут быть использованы ненадлежащим образом или даже в мошеннических целях, что может приводить к большим потерям и даже банкротству. Такие случаи, получившие широкую огласку, как, например, случай, происшедший с группой "Бэринг", могут вселять страх перед современными финансовыми рынками в тех, кто не имеет значительного опыта в работе с ними. Некоторые из предлагаемых инструментов требуют значительных затрат времени со стороны управленческих работников, тогда как другие инструменты довольно просты в использовании и предлагаются в готовом виде. В отношении первой группы инструментов существуют руководящие принципы, помогающие создать эффективные системы контроля.

Различные инструменты и их преимущества и недостатки более подробно анализируются в следующих публикациях: UNCTAD, "A survey of commodity risk management instruments", UNCTAD/COM/15/Rev.2, March 1998; UNCTAD, "Collateralized commodity financing, with special reference to the use of warehouse receipts", UNCTAD/COM/84/Rev.1, March 1998; и UNCTAD, "The role of collateralized finance in funding the commodity sector", UNCTAD/ITCD/COM/14, March 1998. Информацию о системах контроля и методах разработки стратегии в области управления рисками см. в публикации UNCTAD, "Company controls and management structures - the basic requirements for a sound use of market-based risk management instruments", UNCTAD/ITCD/COM/Misc.1, 1996.

4. Современные рыночные инструменты, используемые в торговле сырьевыми товарами, такие, как инструменты управления ценовыми рисками и различные сложные методы финансирования, не являются панацеей, в частности, они не вносят значительного вклада в стабилизацию мировых сырьевых рынков, а лишь позволяют экономическим субъектам лучше приспособиться к нестабильным рынкам. Вместе с тем они помогают решить более скромные задачи, такие, как гарантирование поступлений, совершенствование управления движением денежной наличности, улучшение доступа к кредитам или снижение стоимости кредитов.

5. В настоящем документе анализируются полезность и эффективность этих инструментов с точки зрения снижения рисков и уменьшения операционных издержек для основных групп субъектов: предприятий (как частных, так и государственных), фермеров и правительств. Следует отметить, что с либерализацией сырьевых рынков усиливается конкуренция. Для того чтобы выдержать увеличивающееся рыночное давление, экономическим субъектам теперь приходится использовать весь набор маркетинговых инструментов, имеющихся в их распоряжении. Прекращение участия правительств в механизмах маркетинга и ценообразования в сырьевом секторе привело также к возникновению для новых групп субъектов ранее неизвестных им ценовых рисков и сложностей в получении доступа к кредитным рынкам. В настоящем документе представлен определенный подробный анализ практических вопросов, с которыми сталкиваются эти, во многих случаях мелкие, хозяйственные субъекты, когда они намереваются использовать такие инструменты.

Глава I

ПОЛЕЗНОСТЬ И ЭФФЕКТИВНОСТЬ СОВРЕМЕННЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ДЛЯ ПРЕДПРИЯТИЙ: УПРАВЛЕНИЕ ЦЕНОВЫМИ РИСКАМИ И ФИНАНСИРОВАНИЕ ПОД ОБЕСПЕЧЕНИЕ

А. Накопленный опыт

6. Международные рынки сырьевых товаров становятся все более конкурентными, что приводит к усилению давления, оказываемого на экспортеров сырьевых товаров. Использование современных финансовых рынков может помочь экспортерам сохранить свою конкурентоспособность: благодаря этому они могут обеспечить большую гибкость, брать на себя более значительные риски и поддерживать издержки на низком уровне.

7. Используя рынки инструментов управления рисками, предприятия могут улучшить различные аспекты своего функционирования; в отличие от иногда высказываемого мнения, управление рисками не является "игрой с нулевым итоговым результатом". Как показали исследования, проведенные КПМГ (одной из основных международных аудиторских компаний) среди своих клиентов, после принятия программы по управлению рисками размер прибылей возрос в среднем на 55%, из которых 20% объяснялось увеличением доходов и ростом объема операций с существующими клиентами, 15% - улучшением управления активами и пассивами и 10% - расширением ассортимента выпускаемой продукции и/или круга клиентов 1/.

1/ Jean-Francois Casanova, "Now to implement a risk management approach in African public organizations", в публикации UNCTAD, *Proceedings of the Second African Oil Trade Conference* (UNCTAD/ITCD/COM/MISC.14), United Nations, New York/Geneva, 1997.

8. Такое увеличение прибыли становится возможным благодаря тому, что:

а) управляющие могут сосредоточить свои усилия на стратегических вопросах, не переживая по поводу ежедневных колебаний цен (вместе с тем следует отметить, что, если они используют сложные и тщательно прорабатываемые стратегии управления рисками, то им все-таки приходится уделять определенное время для обеспечения надлежащего контроля за осуществлением этих стратегий);

б) может быть улучшена маркетинговая и ценовая политика;

в) становится гораздо более эффективным управление движением денежной наличности;

г) облегчаются условия получения ресурсов для финансирования рентабельных новых предприятий, в частности в результате повышения кредитного рейтинга компаний.

9. Использование обеспечения для облегчения задачи получения финансирования непосредственно приводит к снижению партнерского риска, в том числе в международной торговле, что означает расширение предложения финансовых ресурсов при снижении их стоимости. Существуют различные способы использования предоставляемого обеспечения, среди которых наиболее совершенным механизмом является переуступка сырьевых товаров оффшорному "специальному целевому фонду", который затем выпускает облигации для распространения среди институциональных инвесторов ^{2/}. Во вставке 2 рассматривается один из примеров подобной секьюритизации, тогда как во вставке 3 приводится ряд примеров таких способов финансирования и связанного с этим повышения кредитного рейтинга (и, тем самым, снижения стоимости финансирования).

В. Сдерживающие факторы

1. Недостаточная информированность и подготовка

10. В развивающихся странах и странах с переходной экономикой многие частные предприятия, проявляющие активность на сырьевых рынках, участвуют в международной торговле в течение всего лишь нескольких лет. Поэтому их знание и понимание современных методов маркетинга и финансирования в сырьевом секторе являются ограниченными. То же самое относится ко многим местным банкам; после того как

^{2/} См. также J. Coulter and A.W. Shepherd, "Inventory credit: an approach to developing agricultural markets", Food and Agricultural Organization/Natural Resources Institute, FAO Agricultural Services Bulletin 120, 1995.

на протяжении многих лет кредитная политика определялась государством, они во многих случаях не имеют знаний и, как правило, опыта, необходимых для того, чтобы предоставить своим клиентам доступ к этим современным финансовым рынкам. Таким образом, требуются значительные усилия по повышению информированности и улучшению подготовки. Как показывает опыт, после получения информации о существующих возможностях многие более крупные компании довольно быстро выходят на соответствующие рынки.

Вставка 2

Использование сырьевых товаров в качестве обеспечения на примере компании "Мобил продьюсинс Найджирия анлимитед"

Компании "Мобил продьюсинс Найджирия" (МПН) принадлежит 40% предприятия, созданного совместно с "Найджиринан нешил петролеум корпорейшн" для осуществления добычи углеводородного сырья в открытом море. Для осуществления нового проекта "Осо" по производству газоконденсатных жидкостей (ГКЖ) необходимо было мобилизовать 330 млн. долл. США.

Нигерия не имеет рейтинга, а материнская компания в Соединенных Штатах не была готова предоставить гарантию под заем МПН, т.е. МПН в принципе не могла получить кредит по ставке ниже, чем ставка, установленная нигерийским правительством. Для решения этой проблемы инвестиционный банк выпустил "ценные бумаги, обеспеченные активами". Будущее производство ГКЖ и сырой нефти в рамках этого проекта было продано международному покупателю, который переуступил оффшорному трастовому фонду будущие доходы от этой продажи. Затем этот фонд выпустил "трастовые сертификаты", проданные институциональным инвесторам, главным образом в Соединенных Штатах Америки. Подписка на эти сертификаты намного превышала их предложение (было предложено более 1 млрд. долл. США), и процентная ставка по этому кредиту, предоставленному МПН на 7-8 лет (что намного превышает срок, обычно предлагаемый для кредитов таким странам, как Нигерия), была на 4% ниже ставки, на которую эта компания могла бы рассчитывать в противном случае.

Достигнутое таким образом улучшение кредитного рейтинга (и, соответственно, условий кредитования) является вполне нормальным явлением для финансирования под обеспечение. Имеются десятки примеров того, когда предприятиям удавалось получить крупные кредиты на более благоприятных условиях, чем условия, предлагаемые в их странах.

11. В случае полугосударственных предприятий проблема во многих случаях заключается в недостаточной информированности не только сотрудников, занимающихся вопросами маркетинга или финансирования, но и директивных органов, руководящих их работой. Многие из этих компаний технически готовы приступить к осуществлению программы управления рисками (что может занять более года) и нуждаются лишь в надлежащей политической поддержке.

2. Слабые институциональные структуры

12. Местные банки являются естественным посредником для использования современных финансовых инструментов, в частности в нынешних условиях, когда в торговле сырьевыми товарами непосредственно участвует много новых относительно мелких субъектов. К сожалению, в большинстве развивающихся стран таких посредников практически нет в этой области (за некоторыми исключениями, такими, как Банк по торговле и развитию стран восточной и южной части Африки), что серьезно ограничивает возможности, в частности, более мелких предприятий, включая фермерские ассоциации. Другие экономические субъекты, которые могут выполнять функции посредников, в том числе фермерские ассоциации, также во многих случаях являются довольно слабыми.

3. Общие, правовые и нормативные рамки

13. Отсутствие надлежащих правовых и нормативных рамок выступает одним из основных факторов, препятствующих улучшению использования предприятиями возможностей современных финансовых рынков. Такое же сдерживающее воздействие оказывает политика, подрывающая заинтересованность предприятий в использовании инструментов управления рисками и финансирования под обеспечение. К существующим проблемам относятся, в частности, запреты на использование рынков инструментов управления рисками и политика или практика, равнозначная таким запретам (например, запрещение использования заграничных залоговых счетов или иностранной валюты для удовлетворения требований о внесении дополнительного обеспечения); слаба бухгалтерская дисциплина; политика минимальных экспортных цен или схемы налогообложения экспорта/импорта, не признающие хеджирования; схемы лицензирования экспорта и другая политика, ограничивающие возможности для иностранных кредиторов принимать сырьевые товары в качестве обеспечения ^{3/}; непосредственное вмешательство на кредитных рынках; отсутствие или ненадлежащее осуществление соответствующих процедур объявления

^{3/} Более полный обзор такого законодательства и нормативных положений, ограничивающих доступ к международным кредитным рынкам, см. N. Budd, "Legal and regulatory aspects of financing commodity exporters and the provision of bank hedging line credit in developing countries", UNCTAD/COM/56, 3 February 1995. В этой публикации рассматриваются также возможные пути совершенствования этих законов и нормативных положений; по данному вопросу см. также M. Lubrano, "Strengthening the legal and institutional framework for secured transactions in Latin America", BCSD Latin America World Bank Seminar, Miami, February 1995.

банкротства; и целый ряд ограничений в отношении активов, которые могут использоваться в качестве обеспечения (которые фактически означают дискриминационный подход по отношению к бедным слоям). Такие ограничения могут оборачиваться значительными издержками. Например, согласно оценкам Всемирного банка, в Аргентине и Боливии ограничения в отношении гарантирования (обеспечения) сделок по своим последствиям равнозначны уменьшению благосостояния в размере 5-10% ВВП 4/.

Вставка 3

Примеры обеспеченных активами ценных бумаг, выпущенных развивающимися странами

Эмитент	Страна	Рейтинг странового риска ("С&П")	Рейтинг риска эмиссии ("С&П")	Экспортируемые сырьевые товары
"Пемекс"	Мексика	BB	A	Нефть
АМСА	Мексика	BB	BBB-	Сталь
"Корповен"	Венесуэла	B+	BBB	Нефть
"Бигор"	Венесуэла	B+	BBB-	Оримумсия
"Алкуа ду Бразил"	Бразилия	B	BBB-	Алюминий
"Аракруш селулози"	Бразилия	B	BBB	Целлюлоза
"Самарко"	Бразилия	B	BBB-	Железная руда
ИПФ	Аргентина	B2*	BBB	Нефть
"Садери Перу коппер"	Перу		BBB-	Медь
"Рас лаффан"	Катар	BBB	BBB+	Нефть
"Мобил продьюсин Найджирия"	Нигерия	нет рейтинга	Baa3 **	Нефть
"Фрипорт Макрохан"	Индонезия	BBB-	A	Золото
Источник: на основе информации, представленной в ходе совещания компаниями "Париба капитал маркетс" и "Креди Свисс ферст Бостон". "С&П": рейтинг агентства "Стандард энд Пуэрс". * Рейтинг агентства "Мудиз", соответствующий рейтингу B+ по классификации "С&П". ** Рейтинг агентства "Мудиз", соответствующий рейтингу BBB по классификации "С&П".				

4/ Heywood Fleisig, "Secured transactions: the power of collateral", Finance & Development, June 1996.

4. "Суверенные" риски

14. Сторона, предлагающая инструменты управления рисками или любую форму финансирования для экономического субъекта в другой стране, сталкивается не только с риском, касающимся выполнения обязательств его партнером, но и с риском, касающимся страны, в которой находится этот партнер. Например, сможет ли партнер получить иностранную валюту для выполнения своих обязательств? Будет ли правительственное ведомство, прямо или косвенно отвечающее за осуществление экспортной политики, вмешиваться в осуществление партнером права на экспорт? Поскольку нельзя предположить, что одно и то же правительство будет находиться у власти в течение срока осуществления сделки, существует ли опасность того, что новое правительство откажется от первоначальных обязательств? Такой "суверенный" риск увеличивает издержки, связанные с управлением рисками (и фактически с любой формой финансирования), и выступает серьезным препятствием, перекрывающим доступ к рынкам для многих экономических субъектов, если только он не компенсируется определенной формой гарантии. Такие гарантии связаны с определенными затратами, и, что, вероятно, имеет более важное значение, их весьма сложно получить, в частности в случае полугосударственных органов и правительственных ведомств, возможности которых по предоставлению гарантий во многих случаях ограничены негативными обязательствами, предусмотренными в их кредитных соглашениях с многосторонними финансовыми учреждениями 5/. Существуют определенные возможности для получения внешних гарантий, например, Европейский банк реконструкции и развития имеет программы по управлению гарантированными рисками так же, как и Международная финансовая корпорация, тогда как ряд учреждений по гарантированию экспортных кредитов осуществляет страхование "суверенных" рисков. Во вставке 4 перечислены некоторые рассматриваемые в настоящем документе меры, которые могут улучшить условия доступа к финансовым рынкам.

С. Эффективность

15. Оказывают ли современные финансовые рынки эффективную помощь предприятиям в достижении их целей? В принципе они позволяют приблизить эти цели, однако им присущи определенные ограничения, с которыми сталкиваются любые пользователи, а не только предприятия развивающихся стран.

5/ См. также ЮНКТАД, "Партнерские и "суверенные" риски как факторы, препятствующие улучшению доступа к рынкам инструментов управления рисками: возникающие вопросы, проблемы и возможные решения", TD/B/CN.1/GE.1/3, 2 августа 1994 года.

Вставка 4

Обзор возможных основных мер по улучшению условий доступа к современным финансовым рынкам

УЛУЧШЕНИЕ РЕЙТИНГА "СУВЕРЕННЫХ" РИСКОВ	
* Развитие надлежащего складского хозяйства, включая создание необходимой правовой и нормативной базы * Создание возможностей для осуществления страхования в конвертируемой валюте * Приведение торгового законодательства в соответствие с требованиями современной торговли в сырьевом секторе, в частности законодательных положений, регулирующих использование товаров в качестве обеспечения и права собственности на них, и законодательства о банкротстве * Расширение системы для страхования экспортных лицензий * Пересмотр системы валютного контроля и положений, касающихся минимальных экспортных цен, с тем чтобы они не препятствовали осуществлению законных коммерческих сделок * Распространение правительством информации о мерах, принимаемых им для поощрения использования современных методов маркетинга и финансирования	
УКРЕПЛЕНИЕ ПОТЕНЦИАЛА ДЛЯ БОЛЕЕ ПОЛНОГО ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ВОЗМОЖНОСТЕЙ СТРУКТУРИРОВАННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ В СЫРЬЕВОМ СЕКТОРЕ	
* Согласованные усилия по улучшению распространения информации о методах структурированного финансирования среди государственных директивных органов, производителей, перерабатывающих предприятий, торговых компаний и банков в развивающихся странах и расширению их практических возможностей для заключения сделок, касающихся структурированного финансирования * Повышение роли региональных и национальных банков в расширении использования финансирования под складские квитанции * Изучение находящихся в других странах мест для хранения сырьевых товаров	
МЕЖДУНАРОДНЫЕ УСИЛИЯ, НАПРАВЛЕННЫЕ НА ОБЛЕГЧЕНИЕ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ СТРУКТУРИРОВАННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ В СЫРЬЕВОМ СЕКТОРЕ	
* Внешнее финансирование создания инфраструктуры складского хозяйства * Создание системы "глобального складского хозяйства", в рамках которой "суверенные" риски можно было бы страховать в международном учреждении * Укрепление систем по дисконтированию аккредитивов, связанных с финансированием под складские квитанции * Поощрение стандартизации контрактов на реальные товары * Расширение возможностей для страхования рисков по сделкам, связанным с использованием складских квитанций * Пересмотр международными финансовыми организациями политики применения негативных обязательств	

16. Поскольку поступления от экспорта сырьевых товаров или расходы на их импорт зависят как от объема экспорта или импорта, так и от цен, даже в случае существования программы по управлению ценовыми рисками возникают количественные риски. Кроме того, на практике существует также риск, связанный с выбором соответствующей базы (базисный риск), поскольку фиксируются не экспортные цены данной страны, а какая-либо справочная цена (например, цена на сырую нефть на Нью-Йоркской товарной бирже). Если экспортные цены соответствующей страны полностью повторяют динамику международных цен, то не возникает никаких проблем, однако в том случае, если эта связь является менее совершенной (базисный риск), то результаты осуществления программы управления рисками могут не оправдать возлагавшихся ожиданий. Например, если международные цены остаются стабильными, тогда как цены данного экспортера снизились на 10%, то даже при существовании программы управления ценовыми рисками не будет никакой компенсации в связи со снижением экспортных цен. Поэтому одно из условий создания эффективной программы управления рисками заключается в существовании ликвидного международного рынка инструментов управления рисками, где осуществляются операции с товарами, цены которых следуют той же динамике, что и цены на товары данной заинтересованной стороны. На практике это означает, что для подавляющего большинства экспортеров кофе, какао, нефти, меди и целого ряда других товаров, а также для импортеров, например, пшеницы, растительных масел и сахара 6/ существуют хорошие возможности для управления ценовыми рисками. В случае других товаров, в частности хлопка, фанеры и домашнего скота, несмотря на существование фьючерсных рынков, они едва ли отражают положение на соответствующих мировых рынках в целом. Кроме того, в случае некоторых важных сырьевых товаров, таких, как рыбпродукция и железная руда, вообще не существует фьючерсных рынков.

17. Однако, прежде чем делать из этого вывод о неэффективности использования этих рынков, следует проанализировать имеющиеся альтернативы. Если вообще не использовать эти рынки, то это значит постоянно подвергаться ценовым рискам в отношении всего объема производства. Абсолютные ценовые риски, как правило, являются гораздо более значительными, чем базисные риски, с которыми связано использование фьючерсных рынков; другими словами, использование фьючерсных рынков означает, что вероятность значительных финансовых потерь в результате неблагоприятной динамики цен гораздо

6/ Хотя многие импортеры покупают эти товары по субсидируемым ценам, которые могут быть довольно слабо связаны с ценами мировых рынков, использование фьючерсного рынка может тем не менее оказаться весьма ценным, в частности импортеры могут осуществить хеджирование, приобретя опцион "пут" в условиях благоприятных цен на мировом рынке, и направить заявку на поставку товаров при наличии привлекательных экспортных субсидий. См. FAO, "Using risk management in grain trade: implications for developing countries", Rome, CCP:GR 95/4, 1995.

меньше и благодаря этому упрощается задача управления риском возможных потерь (при использовании фьючерсных контрактов для управления рисками гораздо ниже также вероятность получения значительного выигрыша, однако, как уже отмечалось выше, весь смысл управления рисками заключается в снижении рисков, а не в осуществлении спекулятивных операций на повышении или снижении цен в будущем).

18. Управление ценовыми рисками имеет также ограниченный временной горизонт. В последние годы этот временной горизонт расширился, и в настоящее время рынки инструментов управления рисками для некоторых сырьевых товаров (сырая нефть, золото, алюминий, медь) являются довольно ликвидными для сделок, заключаемых на срок более пяти лет. Однако для других сырьевых товаров, исключая металлы, таких, как сахар, кофе и какао, в целом сложно создать эффективную программу управления рисками на срок, значительно превышающий двухлетний период, в особенности если она должна предусматривать опционы. Для однолетних культур, таких, как пшеница, этот период является еще более коротким. Таким образом, хотя использование рынков инструментов управления рисками является эффективным для гарантирования годового бюджета, оно вовсе не обязательно является столь же эффективным для более долгосрочного планирования или более долгосрочных инвестиционных периодов. В то же время наличие программы управления рисками предоставляет дополнительное время для адаптации к меняющимся условиям на рынках.

19. Управление ценовыми рисками преследует двоякую конечную цель: повышение гибкости, способствующее более эффективной реализации продукции, и обеспечение достаточного потока денежной наличности, позволяющего компаниям осуществлять рентабельные проекты без неоправданно высоких расходов при мобилизации необходимых ресурсов. В зависимости от положения компании с точки зрения движения денежной наличности и масштабов соответствующих сделок использование рынков инструментов управления ценовыми рисками и финансирования под обеспечение не всегда является наиболее эффективным способом достижения указанных целей. Если компания не нуждается в использовании этих инструментов для улучшения сбыта своей продукции или если у нее имеется большой объем наличных средств (или она имеет беспрепятственный доступ к рынкам капитала), то применение инструментов управления ценовыми рисками может оказаться напрасной тратой ресурсов. На практике найдется немного таких компаний; например, большинство компаний, входящих в список 1 000 крупнейших компаний, ежегодно публикуемый журналом "Форчун", используют рынки инструментов управления ценовыми рисками.

20. Что касается эффективности финансирования под обеспечение, то оно в принципе позволяет снизить процентные ставки, хотя этот механизм связан с более высокими операционными издержками по сравнению с необеспеченными кредитами. Если сделка не является крупной или компания пользуется хорошей репутацией и благодаря этому имеет беспрепятственный доступ к финансовым ресурсам, то экономия, достигаемая в результате более низкой процентной ставки в случае использования финансирования под обеспечение, может оказаться меньше, чем возникающие в связи с этим дополнительные операционные расходы. В частности, если местные банки не могут предоставить финансирование под

обеспечение, то это может означать невозможность получения доступа к рынку для мелких предприятий. Вместе с тем механизмы финансирования под обеспечение постоянно развиваются, и, например, в Латинской Америке они неизменно вытесняют более традиционные и связанные с более значительными затратами аккредитивные формы финансирования в сырьевом секторе.

Глава II

ЗНАЧЕНИЕ УПРАВЛЕНИЯ ЦЕНОВЫМИ РИСКАМИ И ОБЕСПЕЧЕНИЕ ДОСТУПНЫХ КРЕДИТОВ ДЛЯ ФЕРМЕРОВ

А. Накопленный опыт

21. В большинстве стран правительства сократили в последние годы свое вмешательство в сельскохозяйственном секторе или осуществляют в настоящее время меры в этом направлении. Такая политика оказывает двоякое воздействие на фермеров. Во-первых, они сталкиваются с ценовыми рисками, которые ранее брало на себя правительство, причем этот процесс может осуществляться довольно постепенно, как, например, в Соединенных Штатах, где в 1996 году был принят закон "О свободе фермерства", предусматривающий семилетний переходный период, или же в течение годичного срока, в частности, в большинстве развивающихся стран и стран с переходной экономикой. Во-вторых, в условиях снижения роли правительств и разукрупнения систем сбыта во многих случаях наблюдается распад механизмов кредитования, отрицательно сказывающийся на производительности (в результате сбоя в снабжении факторами производства) и вынуждающий фермеров продавать свою продукцию непосредственно после сбора урожая (что приводит к снижению их цен и вызывает перекосы в сезонной динамике цен).

22. Использование инструментов управления ценовыми рисками может быть сложной задачей (один из примеров в этом отношении описан во вставке 5). Операционные издержки являются столь высокими, что использование рыночных инструментов управления рисками имеет смысл только в том случае, если это осуществляется через фермерские ассоциации. Эти ассоциации должны иметь не только доступ к информации о таких инструментах и рынках, на которых осуществляются операции с ними (во многих случаях это иностранные рынки), но и доступ к самим рыночным механизмам. В этой связи возникает целый ряд сдерживающих факторов начиная от необходимости привлечения соответствующего персонала и заканчивая необходимостью нахождения готовых к сотрудничеству посредников и удовлетворения предъявляемых на рынке требований в отношении кредитования. Вместе с тем некоторым фермерским ассоциациям в различных странах удалось преодолеть эти проблемы, и они осуществляют активные операции по гарантированию цен для своих членов с использованием рынков фьючерсов и опционов (например, для производителей кофе в Коста-Рике и для производителей хлопка в Уганде). Конкуренция между торговыми компаниями также помогает фермерам воспользоваться предлагаемыми на рынках инструментами управления рисками.

Вставка 5

**Пример использования опционов фермерской ассоциацией
для гарантирования уровня цен**

От имени своих членов фермерская ассоциация намеревается приобрести ресурсы, необходимые для сельскохозяйственного производства. Однако банк, в который ассоциация обращается для получения кредита, констатирует, что возможности погашения кредита ассоциацией (которая также осуществляет реализацию кофе от имени ее членов) в значительной степени зависят от цен, которые она сможет получить в то время, когда ей необходимо будет возвращать кредит. Степень колебаний цен на кофе является столь значительной, что без управления рисками возникает реальная опасность того, что не удастся обеспечить необходимый минимальный уровень доходов. В частности, на протяжении последних лет диапазон международных цен на кофе сорта "Арабика" был следующим:

1994 год:	80-220 центов за фунт
1995 год:	110-180 центов за фунт
1996 год:	110-130 центов за фунт
1997 год:	130-270 центов за фунт

Таким образом, для банка представляется целесообразным обеспечить гарантирование доходов ассоциации с помощью соответствующей программы управления рисками. В данном случае невозможно использовать форвардные контракты или фьючерсы: если цены повысятся, а ассоциация будет связана фиксированной ценой, то фермеры, вероятно, нарушат свои обязательства по поставке своей продукции ассоциации и вместо этого будут поставлять продукцию непосредственно торговым компаниям. Поэтому банк принимает решение включить в пакет финансирования ряд опционов, защищающих ассоциацию на случай падения цен, но вместе с тем позволяющих ей воспользоваться возможным выигрышем в случае их роста. Безусловно, включение опционов связано с определенными затратами, однако без них ассоциация, возможно, не удалось бы получить кредита для приобретения производственных ресурсов, а ее члены не смогли бы получить гарантированной минимальной цены для своей будущей продукции.

23. Если правительства готовы предпринять необходимые шаги, то довольно просто удастся сократить масштабы проблем, существующих в кредитной системе, и в ряде стран уже наблюдается существенный прогресс в решении этих проблем. Теоретически фермеры являются привлекательными клиентами для кредитных учреждений: для осуществления эффективной деятельности они нуждаются в наличии постоянного доступа к источникам кредитов (что стимулирует их к своевременному погашению займов), а возделываемые ими культуры или разводимый домашний скот выступают хорошим обеспечением под займы. Однако, для того чтобы банки могли реально воспользоваться этими относительными преимуществами, необходимо создать соответствующую систему.

24. В этом отношении ключевое значение имеет разработка методов, гарантирующих погашение займов. В несколько упрощенной форме эти методы можно представить в виде двух механизмов. Первый из них заключается в приобретении определенной формы контроля за поступлениями от продажи сырьевых товаров, т.е. если товары действительно поставляются, то покупатель (например, торговая компания или товарная биржа, организующая продажи для фермеров) производит оплату банку, который предоставил фермерам кредит для приобретения необходимых производственных ресурсов; и затем уже банк выплачивает фермерам то, что остается после вычета сумм, причитающихся в связи с предоставленным кредитом. Эта система, или несколько более сложный ее вариант,

используется в некоторых странах Центральной и Восточной Европы и Центральной Америки и, например, в Замбии 7/. Второй механизм, который во многих случаях успешно применяется, заключается в использовании в качестве обеспечения самих сырьевых товаров вместо ожидаемых поступлений от их продажи, и наиболее распространенной его формой является финансирование под обеспечение в виде складской квитанции (пример такого финансирования описан во вставке 6) 8/.

25. В случае финансирования с использованием складских квитанций банки (или другие стороны) предоставляют кредиты под товары, которые находятся на складе, контролируемом (предпочтительно) независимым органом. В данном случае риск невыполнения обязательств переходит от заемщика к компании, занимающейся хранением товаров. Во многих случаях такие компании являются крупными экономическими субъектами, опирающимися в своей деятельности на финансовые гарантии и использующими страхование в качестве дополнительной защитной меры.

26. Во многих странах с переходной экономикой, включая Российскую Федерацию, Польшу, Венгрию и Румынию, финансирование под складские квитанции получает все более широкое распространение в качестве одного из способов улучшения доступа к кредитам для малых и средних производителей зерна (дополнительным преимуществом такого механизма является осуществление мер по контролю и улучшению качества продукции) 9/. В большинстве развивающихся стран основное внимание скорее

7/ Безусловно, максимальная эффективность этого механизма достигается в том случае, если большинство торговых компаний в регионе соглашаются участвовать в данной схеме, поскольку в противном случае для фермеров будет сложно продавать свою продукцию торговым компаниям, не участвующим в таком механизме. Соблюдение этого требования может оказаться сложной задачей, и, кроме того, банки могут быть не готовы принять торговые компании в качестве надежных кредитруемых партнеров. Товарные биржи, если они существуют, могут играть роль, сходную с ролью торговых компаний, в частности в тех случаях, когда фермеры имеют значительную заинтересованность в осуществлении продажи своей продукции через биржу (именно поэтому, например, нескольким производителям цветов в развивающихся странах удалось получить дешевый кредит: их цветы продаются через аукцион в Алмере, Нидерланды, и найдется немного привлекательных альтернатив этому рынку).

8/ Существуют также и другие формы, и соответствующие национальные законодательные и нормативные положения определяют, какие сырьевые товары могут использоваться в качестве обеспечения и на каких условиях. Например, как указывается в недавно опубликованном докладе Всемирного банка, "в Уругвае частные банки не принимают домашний скот в качестве обеспечения под займы. В отличие от этого в Канзасе домашний скот рассматривается в качестве самого надежного обеспечения для займа". (Heywood Fleisig, *op. cit.*) Практически во всех развивающихся странах наблюдается примерно такое же положение, как и в Уругвае, что лишает значительную часть населения доступа к дешевым кредитам.

9/ Эти вопросы рассматриваются в публикации UNCTAD, "Integrated risk management in commodities" UNCTAD/ITCD/COM/8, 26 November 1997.

уделяется кредитам для производителей экспортируемых культур (например, производителей кофе в Уганде, перца - в Малайзии и сахара - в Аргентине), хотя в ряде стран (например, в Индии, Мали, Замбии и на Филиппинах) развивается также использование зерновых и других местных продовольственных культур в качестве обеспечения под кредиты для фермеров. Основными препятствиями в этой области являются отсутствие надлежащей законодательной и нормативной базы, что уже рассматривалось в главе I, и слабые организационные структуры на уровне фермерских организаций.

Вставка 6

Преимущества финансирования под складские квитанции на примере экспорта кофе в Кении

Банки будут готовы предоставить более значительные кредиты на лучших условиях, если заемщики предоставят обеспечение, и в случае финансирования в сырьевом секторе хорошим обеспечением выступают сами товары. Управление предоставленным обеспечением связано с дополнительными расходами, однако они с избытком компенсируются достигаемому благодаря этому снижению стоимости кредитования. Ниже приводится пример получения трехмесячного кредита в Кении:

	Управление без обеспечения	Управление с обеспечением
Стоимость товаров	7 млн. долл. США	7 млн. долл. США
Доля авансовых платежей	50%	80%
Заемные средства	3,5 млн. долл. США	5,6 млн. долл. США
Процентная ставка	21,0%	8,5%
Сумма процентов	184 000 долл. США	119 000 долл. США
Расходы на хранение и страхование	120 000 долл. США	179 000 долл. США
Общие расходы	304 000 долл. США	298 000 долл. США

Заемщик, использующий свои сырьевые товары в качестве обеспечения, выплачивает несколько меньшую сумму по кредиту, который на 60% больше.

Источник: "Managing your collateral risk in Africa", доклад, представленный Р.П.Ж. Тэйлором, управляющим, "СГС Кения лимитед" на первой Африканской конференции по торговле нефтью, Хараре, 15-17 апреля 1996 года.

В. Возможности для устранения ограничений

27. Фермеры, как правило, в последнюю очередь получают возможность воспользоваться преимуществами современных финансовых рынков. Они часто даже не знают о существовании таких возможностей, во многих случаях они просто используют информацию

о ценах, распространяемую товарными биржами, для укрепления своей позиции на переговорах с торговыми компаниями, причем зачастую довольно успешно. Кроме того, они, как правило, не имеют достаточно хороших организационных механизмов, которые могли бы позволить им воспользоваться этими возможностями, даже если они знают о существовании таких возможностей, что еще раз подчеркивает необходимость содействия укреплению фермерских ассоциаций. К сожалению, даже при наличии солидных фермерских ассоциаций во многих странах или даже в большинстве стран они вполне могут столкнуться со слабыми институциональными рамками, в частности местные банки не имеют опыта, необходимого для выполнения посреднических функций в управлении рисками или предоставлении кредитов, гарантированных будущей продукцией или складскими квитанциями. Это может быть одним из оснований, побуждающих правительства создавать посреднические агентства или поощрять освоение банками посреднических функций в управлении рисками или использовании сырьевых товаров в качестве обеспечения (в этот процесс свой вклад может внести международное сообщество).

28. Если вопросами управления рисками и удовлетворения финансовых потребностей фермеров занимается их ассоциация, то получение ими доступа к современным рынкам представляется гораздо более вероятным, поскольку, во-первых, такая ассоциация может позволить себе вкладывать средства в подготовку кадров и сбор информации, во-вторых, операционные издержки банка будут гораздо ниже, чем при работе с многочисленными мелкими фермерами на индивидуальной основе, и, в-третьих, между членами ассоциации существует определенная форма взаимной гарантии.

29. В настоящее время в развивающихся странах и странах с переходной экономикой насчитывается лишь несколько фермерских ассоциаций, которые, опираясь на свое достаточно прочное положение, успешно осуществляют сбыт продукции или получение кредитов. Эти ассоциации готовы к освоению более сложных практических методов. Хотя в настоящее время таких ассоциаций мало, их число, по всей видимости, резко возрастет в ближайшие годы. Кроме того, многие организации, включая различные компоненты системы Организации Объединенных Наций, предпринимают усилия с целью повышения профессионального уровня таких ассоциаций. Следует отметить, что буквально несколько лет назад во многих странах вообще не существовало независимых фермерских ассоциаций.

С. Эффективность

30. Использование инструментов управления ценовыми рисками и финансирования под складские квитанции может выступать эффективным инструментом для достижения фермерскими ассоциациями таких целей, как гарантирование минимальных цен для своих членов, совершенствование более долгосрочных механизмов реализации продукции или принятие приемлемой программы кредитования, увязанной, например, с поставками производственных ресурсов. Использование складских квитанций (выступающих для фермеров основным инструментом использования сырьевых товаров в качестве обеспечения), как было показано во вставке 6 выше, позволяет улучшить доступ к кредитам при

снижении их стоимости. На практике банки, имеющие надлежащее представление о финансировании сельскохозяйственного сектора, готовы также увеличить сроки кредитования, охватив период, начинающийся за несколько месяцев до сбора урожая, если во время сбора урожая продукция непосредственно сдается на контролируемые склады. Для фермеров управление ценовыми рисками, по всей видимости, является менее эффективным, чем для предприятий: проанализированный в предыдущей главе базисный риск, вероятно, является более высоким для фермерских ассоциаций, чем для сторон, находящихся ближе к этапу экспорта. Поэтому для принятия решения об использовании инструментов управления ценовыми рисками требуется тщательный анализ связей между фермерскими ценами и ценами на фьючерсной бирже.

Глава III

ПРАВИТЕЛЬСТВЕННАЯ ПОЛИТИКА И ПОСЛЕДСТВИЯ ЦЕНОВЫХ РИСКОВ 10/

31. Во многих странах правительства участвуют в торговле сырьевыми товарами (например, через полугосударственные органы). Такие органы могут вносить вклад в государственный бюджет или усиливать лежащее на него бремя в зависимости от уровня существующих цен. Это относится не только к полугосударственным органам, непосредственно участвующим в торговле сырьевыми товарами, но и к государственным транспортным компаниям (включая авиакомпании), которые в случае повышения цен на нефть не могут просто повысить транспортные тарифы. Кроме того, во многих странах, экспортные поступления которых зависят от сырьевых товаров, значительная часть государственных доходов поступает от налогов на экспорт (или аналогичных сборов, таких, как лицензионные платежи), установленных в виде процентных отчислений, т.е. при снижении цен на сырьевые товары наблюдается соразмерное снижение налоговых поступлений. Если цены на экспортируемые сырьевые товары являются низкими и правительства не могут компенсировать снижение налоговых или лицензионных поступлений за счет увеличения международных займов (к тому же в случае неблагоприятных перспектив в отношении экспортных поступлений, как правило, осложняется задача привлечения ресурсов на хороших условиях), то наиболее вероятным результатом станет невозможность осуществления намеченной программы ассигнований. В таких случаях

10/ Эти вопросы более подробно проанализированы в публикации UNCTAD, "Government policies affecting the use of commodity price risk management and access to commodity finance in developing countries", UNCTAD/ITCD/COM/7, November 1997. В настоящей главе основное внимание уделяется управлению ценовыми рисками, а не финансированию под обеспечение; хотя увязка обязательств по обслуживанию задолженности с ценами на сырьевые товары может помочь получить лучшие условия кредитования и полугосударственные органы могут различным образом использовать сырьевые товары в качестве обеспечения для финансирования, воздействие, оказываемое ценовыми рисками в сырьевом секторе, является актуальной и во многих случаях серьезной проблемой для правительств.

наблюдаются задержки с выплатой заработной платы, откладывается проведение необходимого технического обслуживания автомобильных дорог, портов и другой государственной инфраструктуры и временно приостанавливается осуществление государственных строительных проектов и аналогичных программ, что реально сказывается на состоянии экономики. Кроме того, во многих странах на массовые сырьевые товары (сырую нефть и нефтепродукты, пшеницу, сахар, растительные масла) приходится значительная часть импорта, и налоговые поступления от этого импорта находятся в обратной зависимости от уровня цен: в случае повышения мировых цен правительства, как правило, снижают импортные пошлины на эти стратегические сырьевые товары с целью защиты потребителей. Управление этими видами прямых рисков рассматривается в разделе А ниже.

32. Помимо этого, многие правительства сталкиваются также с косвенным воздействием. Общее состояние экономики может зависеть от цен, по которым частные экономические субъекты приобретают или продают сырьевые товары. Кроме того, конкурентность страны может зависеть от ее операционных издержек в международной торговле, что в значительной степени определяется стоимостью финансирования и ценами на сырьевые товары (включая транспортные издержки). Один из способов, с помощью которого правительства могут снизить риски, связанные с таким косвенным воздействием, заключается в содействии формированию правовой и нормативной базы, позволяющей экономическим субъектам частного сектора осуществлять управление ценовыми рисками (и использовать рынки финансирования под обеспечение), что было проанализировано в предыдущих главах. Эти и некоторые другие краткосрочные меры, которые могут принимать правительства, рассматриваются в разделе В ниже 11/.

А. Непосредственное воздействие ценовых рисков на правительства и возможности для снижения этих рисков

33. В распоряжении правительств имеются различные средства, позволяющие снизить ценовые риски в сырьевом секторе, с которыми им приходится сталкиваться, в частности это может быть достигнуто путем поощрения диверсификации; применения переменных экспортных пошлин; использования "облигаций сырьевых бумов" (покупаемых в обязательном порядке экспортерами за твердую валюту); приватизации, которая приводит

11/ В настоящем документе не рассматриваются последствия сырьевых бумов. Различные факторы, включая возможность вытеснения нетрадиционного экспорта в результате повышения курса валюты, вызванного высокими доходами от экспорта одного сырьевого товара, и чрезмерно оптимистичные инвестиционные планы, принятые в период высоких цен на сырьевые товары, означают, что последствия таких бумов вовсе не обязательно являются положительными. См. UNCTAD, "Sub-Saharan Africa's oil sector: situation, development and prospects", UNCTAD/COM/89, 13 March 1997, chapter II, и UNCTAD/ITCD/COM/7, chapter IV.

к переносу рисков на частный сектор; использования обусловленного кредитования, например через систему компенсационного и чрезвычайного финансирования Международного валютного фонда; либерализации финансовых рынков, позволяющей облегчить доступ к международным ресурсам; и использования рыночных инструментов управления рисками 12/. Преимущества использования рыночных методов заключаются в том, что они позволяют распределить основные риски в рамках емкого и ликвидного рынка (как правило, иностранного), имеющего определенный "аппетит" к рискам, т.е. в рамках рынка, на котором могут быть найдены относительно дешевые инструменты управления рисками. Правительства могут изучить следующие возможности для использования рыночных инструментов управления рисками:

- а) использование гибридных стабилизационных фондов и стратегий; правительства берут на себя незначительную часть рисков, тогда как основная их часть перекладывается на рынок;
- б) увязка обязательств по обслуживанию задолженности с ценами на сырьевые товары;
- в) использование фьючерсов и внебиржевых рынков инструментов управления рисками для целей "стратегического" управления рисками (фиксирование благоприятных цен на продолжительные периоды).

1. Гибридные стабилизационные фонды и стратегии

34. Традиционные фонды по стабилизации цен не зарекомендовали себя как эффективные инструменты. В тех случаях, когда возникает необходимость в использовании ресурсов фонда для компенсации низких цен, во многих случаях этих средств не оказывается в фонде, либо потому что не было обеспечено достаточного пополнения ресурсов фонда, либо поскольку они уже были израсходованы на другие цели. Динамика цен на сырьевые товары практически неизбежно приводит к подобным результатам. Для того чтобы стабилизационный фонд мог эффективно выполнять свою роль в течение экономического цикла, он должен быть настолько крупным, что в условиях капиталоемкой экономики может оказаться вполне вероятным, что эти ресурсы целесообразнее было бы использовать для других целей.

35. Гибридные стабилизационные фонды позволяют частично (но не полностью) решить эту проблему. В условиях идеальной мировой экономики они были бы вторым по эффективности решением, поскольку, как может быть доказано, экстернализация всех рисков в рамках международных рынков инструментов управления рисками связана

12/ См. P. Varangis, T. Akiyama and D. Mitchell, *Managing Commodity Booms - and Busts*, World Bank, Washington, D.C., 1995.

с меньшими затратами. Однако на практике возможности стран для экстернализации рисков во многих случаях оказываются ограниченными или сопряжены с высокими издержками. В подобных случаях, если правительство все же намерено защитить население страны от полномасштабного воздействия, связанного с неустойчивостью цен на мировых рынках, оно может создать небольшой стабилизационный фонд, приобретая параллельно с этим опционы, защищающие от резких колебаний цен. Такая гибридная стратегия пока нигде не используется, хотя были проведены исследования на предмет возможности ее применения в ряде стран. Например, в исследовании Всемирного банка, посвященном Венесуэле, было показано, что создание нефтяного стабилизационного фонда целесообразно было бы дополнить использованием рыночных инструментов управления рисками; построенная модель продемонстрировала, что для достижения определенных целей требуется гораздо менее крупный стабилизационный фонд и издержки, связанные с использованием рыночных инструментов, будут гораздо менее значительными, чем в случае создания фонда с большим объемом активов. Кроме того, в данном случае может отпасть необходимость в привлечении международных займов для обеспечения функционирования фонда 13/.

2. Увязка обязательств по обслуживанию задолженности с ценами на сырьевые товары

36. Если доходы правительства в значительной степени зависят от поступлений в сырьевом секторе, то его способность осуществлять обслуживание своих долговых обязательств, очевидно, напрямую связана с уровнем мировых цен на соответствующие сырьевые товары. В таком случае имеет смысл непосредственно увязать эти два фактора, например поставив процентную ставку в зависимость от цен на нефть или какао. Это позволяет сразу снизить риск невыполнения долговых обязательств (в случае снижения экспортных поступлений или увеличения расходов на импорт снижается также заметно объем обязательств по обслуживанию задолженности, что облегчает задачу страны не допустить невыполнения обязательств) и тем самым, вероятно, уменьшить премию за риск (другими словами, приводит к снижению стоимости кредита).

37. Некоторые правительства на практике использовали этот механизм, причем еще в прошлом столетии, когда, например, правительство в то время Конфедеративных Штатов Америки пришло к выводу о том, что оно может гораздо более эффективно получать ссуды путем увязки обязательств по их погашению с ценами на хлопок. Последняя волна мер в этом направлении началась в конце 80-х годов в связи с пересмотром существующих долговых обязательств. В ходе этого процесса появились так называемые "облигации Бреди", процентная ставка которых увязана с ценами на сырьевые товары (например,

13/ S. Classens and P. Varangis, "Oil price instability, hedging, and an oil stabilization fund - the case of Venezuela", Washington D.C.: World Bank Policy Research Working Paper, April 1994.

в случае Уругвая с импортными ценами на нефтепродукты и экспортными ценами на говядину, шерсть и рис). Однако правительства проявляют гораздо меньшую активность в выпуске облигаций, индексированных относительно цены сырьевых товаров, чем корпорационные заемщики ^{14/}. Недостаточная информированность о существующих возможностях, безусловно, играет определенную роль, однако на практике во многих случаях основной проблемой выступает отсутствие координации между государственными учреждениями ("война за сферу влияния").

3. Использование фьючерсов и внебиржевых рынков инструментов управления рисками

38. Использование рынков инструментов управления рисками было признано большинством центральных банков в качестве рациональной практики, однако они, как правило, ограничиваются использованием процентных и валютных свопов и опционов, хотя во многих случаях риски колебания цен на сырьевые товары являются более значительными для соответствующей страны, чем валютные или процентные риски. Имеется несколько примеров, главным образом в Латинской Америке, когда центральные банки и министерства финансов использовали соответствующие инструменты для защиты от ценовых рисков в сырьевом секторе и для страхования ценовых рисков, связанных с экспортом или импортом нефти. Например, министерство финансов Мексики успешно использует рынки фьючерсов, опционов и свопов для защиты правительства от риска снижения налоговых поступлений от экспорта нефти. В развитых странах, в частности в Соединенных Штатах Америки, правительственные учреждения более широко используют инструменты управления ценовыми рисками в сырьевом секторе (см. вставку 7). В то же время, как представляется, ни одно из африканских правительств, которые сталкиваются с особенно высоким риском колебаний цен на сырьевые товары, не принимает мер для защиты от этих рисков. В этих целях имеется большое число возможностей (один из примеров описан во вставке 8), однако недостаточное понимание большинством правительственных директивных органов методов функционирования этих относительно новых инструментов и другие препятствия не позволяют многим странам воспользоваться их преимуществами.

4. Препятствия

39. Правительства пока не проявляют значительной активности на этих различных рынках. Как правило, они берут ценовые риски на себя или перекладывают их на население. В целом скорее по недосмотру, чем преднамеренно, они упускают возможность зафиксировать благоприятный уровень цен на продолжительные периоды. Каким образом может объясняться довольно ограниченное использование рынков инструментов управления рисками? Ниже анализируются основные сдерживающие факторы.

^{14/} См. Т. Priovolos, "Experiences with commodity-linked issues" в публикации Т. Priovolos and R. Duncan, *Commodity Risk Management and Finance*, World Bank/Oxford University Press, 1991.

Вставка 7

**Использование государственными учреждениями Соединенных Штатов
инструментов управления рисками колебаний цен на нефть**

Ряд государственных учреждений Соединенных Штатов, которые пока еще находятся в меньшинстве, активно используют рыночные инструменты управления рисками для регулирования рисков колебаний цен на нефть, с которыми они сталкиваются. В ходе анализа причин использования этих инструментов и эффективности управления рисками было установлено, что такие решения продиктованы различными соображениями, включая:

- гарантирование государственных доходов от производства нефти и газа;
- гарантирование ресурсов для осуществления регулярных закупок нефтепродуктов;
- гарантирование ресурсов для субсидирования потребления топлива домашними хозяйствами с низким уровнем доходов;
- устранение необходимости в значительном повышении цен (на энергоносители или общественный транспорт) для потребителей;
- гарантирование стоимости товарных запасов; и
- использование благоприятных цен.

В большинстве случаев государственные учреждения используют скорее внебиржевые инструменты, чем фьючерсы и опционы, которыми торгуют на биржах, поскольку такие инструменты проще в управлении, требуют менее глубокой технической подготовки по сравнению с биржевыми инструментами, связаны с незначительными затратами ресурсов после принятия соответствующей стратегии и не требуют многочисленных административных мер контроля с целью предупреждения потери государственных ресурсов. Хотя эффективность использования таких инструментов во многих случаях снижается из-за существующих бюрократических процедур, которых соответствующие учреждения вынуждены придерживаться, в целом эти учреждения считают, что данные инструменты обеспечивают достижение поставленных целей (а если нет, то, согласно общему сделанному выводу, намеченные цели могут быть достигнуты путем замены используемых конкретных рыночных инструментов) и являются для них выгодным решением.

Источник: Decision Analysis Corporation of Virginia, *Management of fuel price risk in the public sector*, документ, подготовленный для управления информации по вопросам энергетики, министерство энергетики, Соединенные Штаты Америки, 1993 год.

i) Недоверие, боязнь, бездействие и недостаточная информированность/понимание

40. Рынки инструментов управления рисками часто рассматриваются как спекулятивные или даже как манипулируемые крупными международными биржевыми игроками. На основании этого делается вывод о том, что использование этих рынков является более рискованным мероприятием для правительств, чем просто сохранение ситуации, когда они берут риски на себя. Для этих опасений нет существенных оснований: на практике манипулирование представляется довольно сложным (большинство потенциальных манипуляторов сталкивается с крупными потерями), тогда как спекулятивные операции, хотя и усиливающие краткосрочные колебания цен, оказывают незначительное воздействие

на уровень цен в более долгосрочной перспективе 15/. Если торговля сырьевыми товарами довольно хорошо поставлена и сорта сырьевых товаров, продаваемых или покупаемых страной, более или менее соответствуют стандартным сортам, циркулирующим в международной торговле, то котировки цен на рынках инструментов управления рисками позволяют получить довольно точное представление о ценах, на поставляемые или покупаемые данной страной товары и, таким образом, могут эффективным образом использоваться для целей управления рисками.

41. Для органов, несущих политическую или практическую ответственность за доходы (или расходы), связанные с уровнем цен на сырьевые товары, во многих случаях гораздо проще взвалить вину за сокращение поступлений на неблагоприятную динамику цен, чем объяснить необходимость создания механизма управления рисками. Управление ценовыми рисками во многих отношениях напоминает страхование: если не случается никакой беды, то страховка не задействуется. Те, кто не понимает этого принципа, вполне легко могут сделать вывод о том, что страховая премия представляет собой пустую трату ресурсов и что правительственные должностные лица, принявшие решение об использовании такой страховки, являются некомпетентными или даже коррумпированными. Фактически в ряде стран против правительственных должностных лиц были выдвинуты подобные обвинения со стороны либо части населения, либо других подразделений правительства. В таких условиях бездействие является наиболее безопасным решением, и до тех пор, пока правительственные должностные лица не будут нести ответственности за последствия негативной динамики цен, вряд ли можно ожидать каких-либо изменений 16/.

42. Боязненное отношение к рынкам во многих случаях осложняется опасениями старших правительственных должностных лиц относительно того, что их сотрудники, которым будет поручен повседневный контроль за операциями, не смогут обеспечить надлежащего использования рынков. Эти опасения нельзя считать полностью необоснованными (в частности, имели место случаи явных злоупотреблений), хотя их не следует распространять на все виды инструментов; например, решения об операциях со свопами, приобретаемыми время от времени исходя из стратегической цели гарантирования уровня поступления ресурсов, могут приниматься самими старшими руководящими работниками с использованием любого из многочисленных методов, не связанных со значительными затратами и призванных обеспечить, чтобы предлагаемая цена была справедливой.

15/ UNCTAD, "New types of non-trade-related participation in commodity futures markets", UNCTAD/COM/83, 21 May 1996.

16/ В 1992 году в Соединенных Штатах был создан такой прецедент, когда суд постановил, что в круг обязанностей директоров зернового кооператива фермеров входит понимание методов управления рисками и что они "нарушили свои обязанности, оставив управляющего, не знакомого с хеджированием (...), и не освоив базовых принципов функционирования механизмов хеджирования..." (Brane v. Roth, Court of Appeals of Indiana, First District, 20 April 1992, North Eastern Reporter, 2nd Series).

В отличие от этого использование рынков фьючерсов и опционов на регулярной основе является гораздо более рискованной деятельностью и требует строгой дисциплины, и если ее не удастся обеспечить, то лучше воздерживаться от использования этой группы инструментов.

ii) Правовые и нормативные ограничения

43. Многие правительственные органы и полугосударственные учреждения не имеют четких полномочий на заключение сделок в области управления рисками либо в связи с тем, что круг их функций непосредственно определен в их уставах и в их числе не упоминается управление рисками, либо в связи с проведением общей политики или существованием нормативных положений, запрещающих таким органам осуществлять "спекулятивные операции", хотя при этом не проводится четкого разграничения между спекуляцией и управлением рисками. Задача управления рисками может также существенно затрудняться в связи с тем, что некоторые государственные органы (например, муниципальные органы) не могут иметь счетов в других странах.

44. Однако даже в тех случаях, когда нет подобных правовых или нормативных ограничений в узком смысле, неопределенность правового и нормативного статуса операций государственных органов по использованию современных финансовых рынков выступает в качестве препятствия. Иностранные экономические субъекты во многих случаях не намерены расходовать средства на осуществление правовых действий, необходимых для того, чтобы убедиться, что они смогут обеспечить принудительное исполнение обязательств по контракту, и фактически в целом неохотно идут на принятие даже незначительных рисков в отношении того, что может оказаться невозможным принудительное осуществление контрактов (в конце 80-х годов банки потеряли примерно 179 млн. долл. США, когда более 100 муниципалитетов Соединенного Королевства не выполнили свои обязательства по контрактам, касающимся управления рисками, и им удалось доказать, что, поскольку изначально они не имели полномочий на заключение этих контрактов, такие контракты должны быть признаны недействительными).

iii) Организационные сложности

45. Разработка надлежащей программы управления рисками во многих случаях является непростой задачей, в частности в силу возникающих организационных проблем. Если какой-либо департамент (например, министерство финансов или сельского хозяйства) считает целесообразным осуществить страхование ценовых рисков (с использованием опционов или более сложных инструментов управления рисками), ему, возможно, необходимо заручиться согласием кабинета и, кроме того, получить валютные средства от центрального банка, который может не согласиться с таким использованием имеющихся у него скудных ресурсов твердой валюты. К тому же в большинстве видов сделок по управлению рисками и финансированию под обеспечение кредиторы требуют определенных финансовых гарантий. Например, центральный банк может предоставить часть своего золотого резерва в качестве обеспечения или правительственное полугосударственное учреждение, занимающееся реализацией кофе, может перевести свою двухмесячную выручку на залоговый счет. В любом случае в этом процессе участвуют различные группы и может оказаться чрезвычайно сложным заручиться согласием каждой из них.

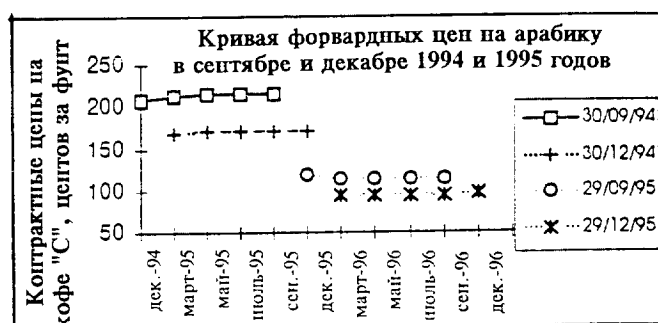
Вставка 8

Использование механизмов управления рисками в качестве стратегического инструмента на примере экспортеров кофе в Африке

Время от времени цены на сырьевых рынках достигают уровней, которые представляются невероятно высокими или низкими соответственно для продавцов или покупателей. Безусловно, при резком повышении или снижении цен никто в данный момент не может быть уверен в том, что эта тенденция сохранится. Вместе с тем, если цены сохраняются на неизменном уровне, они могут быть вполне достаточными, например для обеспечения рентабельности инвестиционного проекта или получения правительством доходов, превышающих его бюджетные потребности. В этих условиях не использование возможности зафиксировать существующую цену в надежде на то, что завтра цена будет еще выше, равнозначно спекуляции (современные финансовые рынки позволяют зафиксировать минимальную цену, сохраняя при этом возможность частично воспользоваться дальнейшим повышением цен без уплаты дополнительных премий).

Принятие стратегического решения о фиксировании этих цен на более длительный период может быть весьма рациональным решением. В качестве примера, иллюстрирующего, насколько полезным может оказаться использование этой формы стратегического управления рисками, ниже рассматривается сектор по производству кофе в африканских странах. Безусловно, данный пример является чисто гипотетическим, поскольку в 1994 году африканские правительства в целом не были готовы принимать стратегические решения в области управления ценовыми рисками (используемые для таких целей инструменты появились всего лишь за несколько лет до этого).

Двухлетний хедж на 1995-1996 годы, начиная с января 1995 года (млн. долл. США)		
	1995	1996
Экспорт арабики		
Экспорт кофе	910	820
Дополнительные доходы от хеджирования:		
- в среднем	+183	+309
- в худшем случае	+78	+204
Экспорт робусты		
Экспорт кофе	1 215	975
Дополнительные доходы от хеджирования:		
- в среднем	+276	+640
- в худшем случае	+34	+398
Источник: На основе оценок ЮНКТАД.		
Предполагается, что в результате хеджирования были зафиксированы средние цены в сентябре-декабре 1994 ("в среднем") или декабрьские цены ("в худшем случае") на двухлетний период (1995-1996 годов) в отношении 80% объема экспорта в 1994 году.		



После нескольких лет депрессивной конъюнктуры цены на кофе начали быстро повышаться в мае 1994 года. Цены на арабику и робусту подскочили соответственно с 90 и 70 центов за фунт в апреле до 2,20 и 1,60 долл. за фунт в июле и оставались на столь высоком уровне в течение четырех месяцев, достигнув максимальной отметки в сентябре, после чего началось их довольно резкое снижение. По мнению большинства участников рынка (в то время, а не задним числом), эти цены представлялись весьма привлекательными. Цены можно было реально зафиксировать на таком высоком уровне: как следует из приведенной выше диаграммы, кривая форвардных цен на кофе была более или менее плоской. Кроме того, рынок был достаточно емким и позволял осуществлять значительные операции по хеджированию, поскольку в 1994 году объем операций с фьючерсами и опционами превышал соответственно в 20 и 7 раз размер мирового рынка арабики и робусты.

В таблице показаны дополнительные доходы, которые могли бы быть получены африканскими экспортерами кофе, если бы они зафиксировали на двухлетний период (1995-1996 годов) высокие цены 1994 года: в общей сложности могло бы быть получено дополнительно до 1,4 млрд. долл. США, если бы решения экспортеров относительно управления рисками принимались с равномерными интервалами в течение последних четырех месяцев 1994 года. Однако даже если бы хеджирование было произведено лишь в декабре, когда цены уже снизились более чем на одну четверть по сравнению с сентябрем, дополнительные доходы от экспорта кофе составили бы 700 млн. долл. США.

К сожалению, эта возможность не могла быть использована. В то время не существовало необходимых структур для принятия соответствующих решений, и фактически не оказывалось никакой поддержки ни со стороны западных банков (многие из которых считали, что африканские страны не были готовы к осуществлению подобных операций, хотя по крайней мере одному правительству было представлено предложение зафиксировать цены на кофе), ни многосторонних организаций с целью выработки необходимых подходов и укрепления институционального потенциала.

46. Подобные трудности являются еще более значительными в том случае, когда правительство намеревается зафиксировать цены на исключительно благоприятном уровне, в частности в рамках стратегического подхода к управлению рисками, описанного во вставке 8. Цены на большинство сырьевых товаров фактически не имеют циклической динамики, и их кривая остается довольно плоской на протяжении продолжительных периодов, после чего они резко повышаются на сравнительно непродолжительное время. Поэтому возможность, открывающаяся для фиксирования цен на высоком уровне, в особенности в случае экспорта, сохраняется в течение довольно короткого времени, и весь механизм принятия решений должен быть запущен задолго до этого, т.е. в то время, когда цены не являются столь привлекательными и, по мнению директивных органов, не имеет большого смысла изучение возможности фиксирования цен на продолжительный срок. Если необходимые механизмы не будут созданы к тому моменту, когда все заинтересованные лица поймут, что поставлено на карту и что необходимо делать, то возникшая возможность, возможно, уже будет упущена. Другими словами, правительствам необходимо уже заранее планировать возможность возникновения такой ситуации и разработать четкие меры и процедуры, которые должны приводиться в действие автоматически, как только цены достигнут определенного весьма благоприятного уровня.

В. Косвенный риск

47. Хотя значительная часть торговли сырьевыми товарами находится в руках частного сектора и прямые налоги, взимаемые правительством с таких торговых операций, имеют ограниченное значение, правительства сталкиваются с последствиями ценовых рисков в форме общего влияния, которое эти риски оказывают на население этих стран. Поэтому в области управления рисками правительства должны играть не менее важную роль, чем если бы они сталкивались с этими рисками непосредственно; разница заключается лишь в характере этой роли. Правительство должно создать среду, позволяющую частному сектору защитить себя от колебаний цен и таким образом обеспечивающую также косвенную защиту для правительства.

48. Ценовые риски, с которыми сталкиваются субъекты частного сектора, вовсе не обязательно являются такими же, как ценовые риски на уровне страны. Например, агенты иностранных покупателей сырьевых товаров работают за комиссию, и предлагаемые цены в данный момент едва ли имеют для них существенное значение. Импортёры, покупающие товары по мировым ценам и продающие их потребителям по тем же ценам с соответствующей надбавкой, также заинтересованы лишь в доле своей прибыли, а не в абсолютных ценах. Таким образом, бремя, связанное с неустойчивостью цен, ложится соответственно на фермеров и потребителей, причем обе эти группы субъектов находятся в гораздо более неблагоприятном положении с точки зрения возможности управления ценовыми рисками, чем торговые посредники.

49. Правительство может проводить политику, стимулирующую частные экономические субъекты к более активному регулированию долгосрочных ценовых рисков. Например, могут быть приняты такие меры, как совершенствование налоговой политики, разрешение использования иностранной валюты для осуществления программ управления рисками и изменение экспортных процедур, с тем чтобы можно было более четко определять сроки осуществления экспорта сырьевых товаров (что облегчило бы хеджирование). Правительства могут также осуществлять операции по управлению рисками "от имени" субъектов национального частного сектора. В случае низких импортных цен правительства могут покупать опционы, получая средства от импортеров с помощью незначительного увеличения импортных пошлин, тогда как при повышении цен потребители могут получать компенсацию посредством снижения налогов. Аналогичным образом правительства могут приобретать опционы "от имени" экспортеров, для того чтобы защитить их от риска снижения цен. При необходимости правительства могут сами создавать определенные механизмы на ограниченный срок, к чему уже прибегали, например, правительства Канады, Мексики и Соединенных Штатов для облегчения процесса либерализации в сельскохозяйственном секторе 17/.

С. Эффективность

50. Могут ли современные рынки инструментов управления рисками и финансирования выступать эффективными средствами для содействия достижению правительственных целей? Как было проанализировано в главе I, эффективность рынков, на которых обращаются инструменты управления ценовыми рисками, никогда не является стопроцентной; они могут быть использованы лишь для управления рисками, связанными с колебаниями международных цен (хотя они вовсе не обязательно тесно связаны с рисками колебаний экспортных или импортных цен, с которыми сталкивается данное правительство), при этом по-прежнему сохраняется риск колебаний объема экспорта или импорта. Еще один важный фактор заключается в том, насколько реалистичными являются цели правительства. Если ставится задача обеспечить минимальный уровень местных цен на экспортируемые сырьевые товары, который гораздо выше цен, преобладающих на мировом рынке, то никакие инструменты финансового инжиниринга не позволят правительству достичь этой цели без выплаты значительных субсидий (хотя финансовые рынки позволяют правительству

17/ Информацию об опыте, накопленном Мексикой и Канадой, см. в публикации P. Varangis and D. Larson, "Dealing with commodity price uncertainty", World Bank Policy Research Working Paper No. 1667, October 1996. См. также ЮНКТАД, "Распределение рисков после либерализации системы маркетинга в сырьевом секторе и проблемы доступа к рынкам инструментов управления рисками для экономических субъектов из развивающихся стран", TD/B/CN.1/GE.1/2, август 1994 года; C.R. Duncan and L. Rutten, "Managing commodity price instability in newly liberalized economies", Economic and Social Research Council, London, Global Economic Institutions, April 1996.

обеспечить, чтобы ресурсы, ассигнуемые на эти субсидии, были достаточными даже в случае снижения цен мирового рынка). Аналогичным образом индексация долговых обязательств развивающихся стран с ценами на сырьевые товары приведет к снижению расходов правительства в связи с привлечением финансирования, хотя они все равно будут выше, чем у наиболее надежных заемщиков. Однако если поставленная цель является реалистичной (например, обеспечение на предстоящие два года минимальной цены несколько ниже существующих цен или снижение расходов по международному займу до уровня чуть выше ставки ЛИБОР), то вполне возможно, что удастся приблизить намеченную цель, хотя мало вероятно, что она будет полностью достигнута.

iv. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

51. В результате прогресса в развитии мировой торговли сырьевыми товарами (включая улучшение распространения информации, повышение роли эффективной логистической системы и усиление конкуренции между экспортерами) и сокращения вмешательства многих правительств в механизмы сбыта и установления цен в сырьевом секторе использование рыночных инструментов управления рисками и методов финансирования под обеспечение приобретает все более важное, возможно даже решающее, значение: для правительств в связи с возможностями, которые они открывают в плане гарантирования поступления ресурсов и снижения стоимости привлекаемых международных займов; для предприятий в связи с тем, что они повышают эффективность, снижают издержки и улучшают доступ к финансированию и таким образом способствуют повышению рентабельности; для фермеров в связи с тем, что они расширяют возможности для сбыта продукции и облегчают доступ к кредитам, необходимым для приобретения производственных ресурсов. Использование таких инструментов является также эффективным: они позволяют значительно приблизить поставленные цели при условии, если такие цели реалистичны (т.е. отражают реалии рынка), хотя от них не следует ожидать получения оптимальных результатов. В некоторых случаях (но не всегда) имеются альтернативные инструменты для достижения этих целей, однако они, как правило, связаны с более значительными расходами и являются менее эффективными.

52. В то же время использование таких рыночных инструментов ограничивается рядом факторов. Во всех случаях существуют значительные потребности в улучшении информированности и подготовки кадров. Использование инструментов управления ценовыми рисками и финансирования под складские квитанции сдерживается также отсутствием надлежащей институциональной среды, что проявляется, в частности, в существовании слабых местных банковских структур и недостаточно развитых фермерских ассоциаций. Кроме того, имеются значительные возможности для совершенствования общих, правовых и нормативных рамок.

53. Такие общие, правовые и нормативные проблемы играют даже еще более существенную роль в ограничении использования сырьевых товаров для облегчения мобилизации долгосрочного финансирования для крупных компаний или проектов. Использование сырьевых товаров в качестве обеспечения в той или иной форме может внести значительный вклад в осуществление торговых и инвестиционных операций, которые в противном случае вообще были бы невозможны. Недостаточная информированность и понимание, безусловно, играют определенную роль, хотя ненадлежащая правительственная политика, правила и нормы также имеют важное значение. Международное сообщество также устанавливает определенные ограничения, в частности многосторонние банки развития требуют, чтобы их заемщики брали на себя отрицательные обязательства.

54. Следует признать, что современные рыночные финансовые инструменты не являются панацеей и что в случае неправильного применения они могут оказаться опасными. Во многих случаях наблюдается асимметрия в распространении информации, в особенности в сложных сделках: представление о том, какой уровень расходов, связанных с организацией финансирования или использованием инструмента управления рисками, можно считать справедливым, имеет только кредитор. Тем не менее стороны, считающие, что им не хватает специальных знаний, необходимых для оценки таких сложных финансовых сделок, могут воспользоваться соответствующей помощью. Кроме того, в случае выбора ненадлежащей стратегии (т.е. стратегии, которая оказывается чрезмерно сложной в управлении для данного экономического субъекта) использование рынков инструментов управления рисками может быть очень опасным. Приобретение опционов и стратегическое использование свопов (в частности, с уже включенными в них опционами) не связано со значительным риском, если директивные органы могут обеспечить установление справедливых цен. В то же время более активное использование фьючерсов и внебиржевых инструментов управления рисками требует создания эффективной и довольно сложной системы контроля; информация о том, каким образом может быть создана подобная система, является широко доступной, однако не во всех случаях могут существовать необходимые условия, и в такой ситуации экономическим субъектам, возможно, целесообразнее воздерживаться от использования этих инструментов, пока не будут созданы необходимые условия.

55. Для того чтобы экономические субъекты частного сектора могли воспользоваться преимуществами современных рыночных инструментов управления ценовыми рисками и финансирования, правительствам следует создать общие, правовые и нормативные рамки, поощряющие надлежащее использование этих инструментов. Во многих случаях для этого требуется проведение систематического обзора политики в целом ряде областей, включая: налогообложение, бухгалтерские правила, валютное регулирование, правила и процедуры объявления банкротства, системы лицензирования экспорта и т.д. Одним из следствий

такого обзора (если по его результатам принимаются соответствующие меры) станет улучшение рейтинга "суверенного" риска страны, что окажет непосредственное положительное воздействие на наличие и стоимость финансирования. Если считается, что институциональные механизмы частного сектора являются настолько слабыми, что они не могут обеспечить для частных корпораций и фермерских ассоциаций доступа к этим современным инструментам, то правительству, возможно, следует изучить вопрос о том, чтобы взять на себя такую посредническую роль.

56. Кроме того, для правительств может оказаться полезным анализ ценовых рисков в сырьевом секторе, с которыми они сталкиваются как непосредственно, так и косвенно. Подобный анализ может проводиться на систематической основе комитетом по вопросам управления рисками с участием представителей ряда министерств и центрального банка. Во многих случаях риски, которые берет на себя - либо добровольно, либо по необходимости - правительство, могут быть экстернализованы на иностранном рынке при довольно незначительных затратах. Риски, связанные со значительной зависимостью основной части экспортных поступлений от сырьевого сектора, являются недостатком, который однако может быть превращен в преимущество, если правительство увязывает свои долговые обязательства с ценами на сырьевые товары. Для полугосударственных органов использование современных методов финансирования в сырьевом секторе во многих случаях может открывать эффективные возможности для снижения стоимости финансирования.

57. Как уже отмечалось выше, по-прежнему существуют многочисленные ограничения, не позволяющие частному сектору, а также правительственным органам и экономическим субъектам принять эффективные стратегии в области управления ценовыми рисками и финансирования. Для преодоления таких ограничений требуются согласованные усилия национальных правительств и международного сообщества. Безусловно, в этой связи возникают вопросы в отношении международной политики в области сырьевых товаров. Традиционно такая политика была ориентирована на факторы предложения или спроса. Можно доказать, что в настоящее время по крайней мере не менее эффективной является политика, ориентированная на процесс осуществления сделки, т.е. на ту часть жизненного цикла сырьевого товара, которая находится между производством и потреблением. Национальные органы и международные учреждения (включая международные органы по сырьевым товарам) могут счесть целесообразным провести в этом свете обзор своей политики и проектов. Помимо проведения анализа, распространения информации и организации подготовки кадров международные учреждения, возможно, сочтут целесообразным увеличить свои усилия, направленные на укрепление потенциала фермерских ассоциаций и местных банков, с тем чтобы они играли активную роль в сбыте сырьевых товаров и финансировании этого сектора. Поддержка усилий по улучшению правовой и нормативной базы тоже может оказаться весьма затратоэффективным способом,

позволяющим снизить операционные издержки в торговле сырьевыми товарами для экономических субъектов в развивающихся странах и странах с переходной экономикой. Международные организации также могли бы рассмотреть вопрос о том, не будет ли более эффективным по сравнению с традиционной "финансовой" формой предоставления помощи на цели развития подход, предусматривающий оказание поддержки деятельности частного сектора в той или иной форме (включая создание новых схем гарантирования "суверенных" рисков для сделок по управлению рисками или для целей страхования риска непоставки реальных сырьевых товаров, использовавшихся в качестве обеспечения в механизмах финансирования или управления рисками) 18/.

18/ См. также TD/B/CN.1/GE.1/3 и ЮНКТАД, "Доклад Специальной группы экспертов по управлению рисками в торговле сырьевыми товарами", TD/B/CN.1/GE.1/4, ноябрь 1994 года.