Інститут економічних досліджень та політичних консультацій
Німецька консультативна група

Серія консультативних робіт [PP/09/2008]

Створення ринку валютних деривативів в Україні: порядок заходів

Роберт Кірхнер, Рікардо Джуччі, Алла Кобилянська

Берлін/Київ, Грудень 2008

Про Інститут економічних досліджень та політичних консультацій

Інститут економічних досліджень та політичних консультацій (ІЕД) - провідний український аналітичний центр, що спеціалізується на економічних дослідженнях та консультаціях з питань економічної політики. ІЕД був заснований у жовтні 1999 року провідними українськими політиками та Німецькою консультативною групою з питань економічних реформ.

Місія ІЕД вироблення альтернативного погляду на ключові проблеми суспільного та економічного розвитку України. В рамках місії ІЕД націлює свою діяльність на надання висококваліфікованої експертної оцінки в галузі економіки й економічної політики, бути реальним чинником формування громадської думки шляхом організації відкритого публічного діалогу та сприяти розвитку економічних та суспільних наук, і стимулювати розвиток дослідницької спільноти України.

Інститут економічних досліджень та політичних консультацій
Рейтарська 8/5-А,
01034 Київ, Україна
Тел: +38 044 / 278 63 42
Факс: +38 044 / 278 63 36
institute@ier.kiev.ua
http://www.ier.kiev.ua

Про Німецьку консультативну групу

Німецька консультативна група з питань економічних реформ працює в Україні з 1994 року, консультуючи український уряд й інші державні органи, такі як Національний банк України, по широкому колу питань економічної політики і розвитку фінансового сектору. Наші аналітичні роботи презентується і обговорюється під час постійних зустрічей з посадовцями високого рангу. Група фінансується німецьким Федеральним міністерством економіки і технологій у рамках програм TRANSFORM та наступних після неї програм технічної допомоги.

.

Німецька консультативна група
з питань економічних реформ
Schillerstr. 59
D-10627 Берлін
Tel: +49 30 / 20 61 34 64 0
Fax: +49 30 / 20 61 34 64 9
info@beratergruppe-ukraine.de
www.beratergruppe-ukraine.de

© 2008 Інститут економічних досліджень та політичних консультацій

© 2008 Німецька консультативна група

Всі права застережено.

Створення ринку валютних деривативів в Україні: порядок заходів

Резюме

В квітні 2008 р. НБУ відмовився від (*де факто*) прив'язки гривні до долару. Зміни у напрямку введення гнучкого валютного курсу були вірним кроком у напрямку боротьби з інфляцією, а з листопада - обов'язковим та ефективним інструментом боротьби з негативними наслідками світової фінансової кризи для України. Таким чином, крок у бік гнучкого валютного курсу був ключовим та необхідним заходом макроекономічної політики.

В той самий час гнучкий валютний курс, за визначенням, означає більш високу волатильність, а тому більш високий валютний ризик для таких економічних агентів, як експортери, імпортери та інвестори. Саме тому необхідність в інструментах хеджування валютних ризиків та попит на них значно виросли протягом останніх місяців. Незважаючи на високий попит, дотепер економічні агенти практично не мали можливості хеджування валютних ризиків. Головна причина цього явища - існування обмежуючого законодавства, за якого розвиток ринку похідних інструментів є неможливим. В свою чергу, ці регуляторні обмеження можуть бути поясненні занепокоєнням регулятора, що валютні деривативи можуть бути використані спекулянтами в спосіб, який дестабілізує валютний ринок.

В цій статті ми робимо висновок, що незважаючи на існування такого ризику, завжди існуватиме і такий спосіб розвитку ринку валютних деривативів, що буде вигідний для країни. Зокрема, настає необхідність в вірному регулюванні та нагляді за використанням таких інструментів банками з метою досягнення максимальної прозорості позабалансових позицій банківських установ. Більше того, необхідно пам'ятати про те, що якщо такі інструменти не будуть розвинути всередині України, то офшорні ринки будуть продовжувати розвиватися, зокрема в Лондоні.

Як тільки коливання на валютному ринку дещо зменшаться, ми рекомендуємо здійснити наступні заходи. По-перше, необхідно відмінити збір в пенсійний фонд з валютних операцій, так як такий збір заважає розвитку валютного ринку. По-друге, Міністерство Фінансів має забезпечити існування кривої доходності шляхом випуску державних облігацій, так як ця крива є необхідною умовою ефективного ціноутворення деривативів. По-третє, необхідне застосування поступового підходу до введення деривативів (так звана стратегія «покроковості»). На першому етапі можливе введення тільки позабіржових інструментів. Ф'ючерсні контракти можуть бути введені на більш пізній стадії. Це стосується і участі нерезидентів в торгівлі деривативами на місцевих ринках.

Автори

Роберт Кірхнер	kirchner@berlin-economics.com	+49 30 / 20 61 34 64 2
Рікардо Джуччі	giucci@berlin-economics.com	+49 30 / 20 61 34 64 1
Алла Кобилянська	kobylyanskaya@ier.kiev.ua	+380 44 / 235 63 27

Подяка

Автори висловлюють подяку Віталію Кравчуку за рецензування та надання консультацій при написанні роботи.

Зміст

1. Вступ 5
2. Економічне підґрунтя використання валютних деривативів 6
3. Валютні деривативи: Огляд існуючих інструментів та ключові зв'язки між ними. ... 8
    3.1. Похідні інструменти 8
    3.2. Зв'язки між похідними інструментами 10
    3.3. Висновок 11
4. Поточний стан українського валютного ринку 11
    4.1. Загальні ринкові обмеження 11
    4.2. Ринкові обмеження на використання валютних деривативів 12
5. Порядок здійснення наступних кроків: рекомендації 13
6. Висновки 14
Посилання 15
Додатки 16
Список останніх консультативних робіт 18

1. Вступ

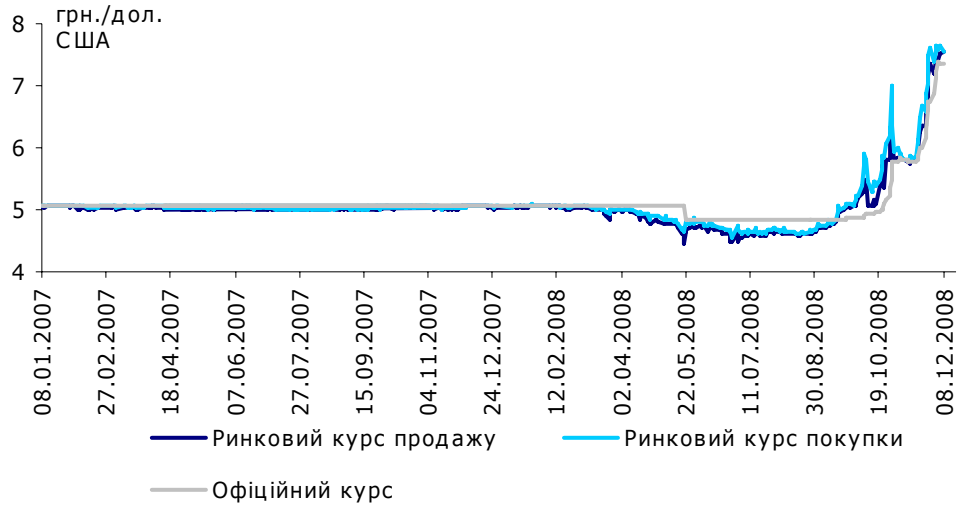
Режим плаваючого валютного курсу накладає на економічних агентів додаткові, валютні, ризики. Валютні ризики зазвичай пов'язані з широким колом міжнародних операцій, включаючи торгівлю та потоки капіталу. В доларизованих економіках, таких як Україна, навіть здійснення внутрішніх операції може обслуговуватись за допомогою іноземної валюти, що і в цьому випадку накладає валютні ризики на економічних агентів. Такі агенти зазвичай не схильні до ризику, тому потреба в деривативах як інструменті хеджування валютних ризиків зростає. Валютні деривативи (ВД) є стандартним, всесвітньо визнаним інструментом з управління ризиками в умовах волатильних обмінних курсів.

В Україні до квітня 2008 року, через прив'язку гривні до долару США, потреба в ВД була - низькою. В результаті, Національний банк України (НБУ) по суті приймав на себе валютні ризики шляхом утримання фіксованого курсу. В той самий час ринок ВД був недостатньо розвинутим через його жорстке регулювання.

Починаючи з квітня 2008 р., НБУ почав поступово переходити на більш гнучкий валютний курс, про що можна судити з наступного графіку (Графік 1) :

Графік 1

Щоденні ринкові обмінні курси та офіційний валютний курс (1.1.2007-01.12.2008)



Джерело: Reuters Finance

Такі зміни, впровадження яких активізувалося з настанням фінансової кризи в вересні 2008 р., повністю змінили існуючу картину. На теперішній час, спостерігається зростання гнучкості та волатильності валютного курсу, що призводить до збільшення потреби в ефективних інструментах хеджування валютних ризиків. Саме тому все більш переконливими стають аргументи на користь введення адекватних інструментів хеджування. Обґрунтуванню необхідності розвитку ринку деривативів і присвячена ця стаття.

Стаття побудована наступним чином. Частина 2 включає короткий огляд економічних вигод від використання ВД, більше того в частині приділено увагу труднощам, з якими пов'язаний розвиток ринку похідних. Зокрема, в розділі висвітлена роль похідних в періоди фінансових криз, адже поточна фінансова ситуація в Україні є доволі складною. Частина 3 представляє собою огляд різноманітних ВД та загальний (ціноутворюючий) зв'язок між ними. Так хеджування використовується на ринках похідних інструментів, який є «похідним» по відношенню до базового спотового ринку, тому обидва ринка мають аналізуватись (та розвиватись) в тандемі.

Частина 4 присвячена опису поточного стану ринку ВД в Україні, зокрема в розділі описуються законодавчі та інші перепони для розвитку ринку ВД. Наступна Частина 5 окреслює кроки, які мають бути здійснені на шляху до створення ефективного та ліквідного ринку інструментів хеджування валютних ризиків. Висновки до статті наведені в Частині 6.

2. Економічне підґрунтя використання валютних деривативів

Економічні переваги від хеджування валютних ризиків за допомогою похідних можуть бути продемонстровані за допомогою простого прикладу з міжнародної торгівлі. Відправний пункт - національна компанія, що приймає участь в експортних операціях. Припустимо, що компанія експортує металеві труби, також припустимо, що вона отримала замовлення на відправку металевих труб на суму 20,000 дол. США, що підлягає виконанню через 3 місяці. За умов гнучкого валютного курсу, компанія стикається з валютними ризиками, тобто її майбутній прибуток, деномінований в національній валюті, залежить від майбутніх коливань валютного курсу. Задля того щоб уникнути цього ризику та забезпечити впевненість в прибутку деномінованому в національній валюті, компанія має хеджувати свої ризики за допомогою ВД. В нашому простому прикладі, компанія може укласти зі своїм партнером форвардний[1] контракт (н. з банком) на продаж валюти, що буде отримана через три місяці, за курсом визначеним зараз. В такому випадку, форвардний контракт дозволяє експортеру «закріпити» обмінний курс, шляхом його зазначення в контракті («форвардна ставка»). Цей курс експортер застосує при розрахунку своїх очікуваних прибутків, які він отримає тільки через місяці. Таким чином, експортер досягає визначеності шляхом нівелювання ефектів майбутніх коливань валютного курсу.

Можна навести аналогічний приклад для імпортних операцій. Припустимо, що було укладено імпортний контракт на поставку машин, що підлягає виконанню через шість місяців (сума контракту складає 10,000 дол. США та сплачується по факту поставки). Компанія може спрогнозувати свої витрати в майбутньому купуючи форвардний контракт на цю суму. За допомогою такої операції, компанія одразу визначає обсяги своїх витрат деномінованих в місцевій валюті.

Ключовий висновок, який можна зробити на основі цих двох прикладів це те, що перекладення ризику за допомогою використання ВД є таким, що збільшує загальний добробут: компанії можуть сконцентруватися на своїх основних функціях та перекласти валютний ризик на інші сторони, які згодні прийняти його. Тому таке хеджування є важливим елементом режиму плаваючого валютного курсу.

Проте, деривативи можуть використовуватись і для інших цілей. Теорія фінансів виокремлює три основні категорії мотивів агентів, які приймають участь в таких трансакціях:

Хеджування:

Відповідно до раніше наведеного пояснення, кінцеві учасники операції з хедужвання ризиків зазвичай ведуть торгівельну або інвестиційну дільність (це можуть бути підприємства реального сектору або довгострокові інвестори/боржники). Існування можливості хеджування валютних ризиків є дуже важливим при спробах залучення іноземних інвесторів до місцевих фінансових ринків. Тому деривативи можуть доповнювати стратегію розвитку місцевих ринків капіталу, зменшуючи залежність від потоків капіталу деномінованих в іноземній валюті та їх неочікуваних зупинок.

Арбітраж:

Економічні агенти можуть використовувати деривативи для здіснення операцій, що спрямовані на отримання прибутку від різниці в цінах на два ідентичні товари (активи). Такий арбітраж, в ідеалі, є безризиковим та веде до підвищення ефективності функціонування ринків, на яких використовується правило однієї ціни.

1 Див. секцію 3.1 для отримання більш детальної інформації щодо різних форм ВД.

Спекуляція:

Деривативи можуть використовуватись як інструменти спекуляції на змінах валютного курсу. Проте, необхідно приділити особливу увагу тому, що спекуляція не обов'язково є поганим в економічному сенсі явищем, як це зазвичай прийнято в суспільстві. За нормальних умов спекуляція є стабілізуючим фактором, так як спекулянти зазвичай згладжують ціни, купуючи по низьким цінам та продаючи по високим (отримуючи свій прибуток в такий спосіб)[2]. Спекулятивні операції призводять до підвищення ліквідності ринків, а тому і їх ефективності. Спекулянти зазвичай займають позицію протилежну позиції компаній з хеджування, що дозволяє перекладати ризик від останніх на перших.

Через існування цих трьох причин можуть використовуватись та на ділі використовуються деривативи. Тому має бути проведений аналіз витрат-вигод від використання похідних:

Вигоди:

Перекладання ризику за допомогою ВД є таким, що веде до загального добробуту економічних агентів - представників різних секторів економіки, а тому і до більш ефективного розподілу капіталу. Це особливо важливо для розвитку та збільшення повноти ефективних ринків капіталу.

Витрати:

За умов неналежного регулювання та нагляду над використанням ВД, використання похідних інструментів може негативно вплинути на фінансову та економічну стабільність. Зокрема, часто вказується на те, що похідні інструменти відігравали негативну роль в часи криз для ринків країн, що знаходяться на стадії становлення ринкової системи. В таких країнах фінансові ринки зазвичай є менш ліквідними, меншими за розмірами та відносно нерозвинутими, тому неналежне використання деривативів на цих ринках є доволі ризиковим, так як може призводити до фінансових криз або посилювати їх наслідки. Неналежне використання деривативів на таких ринках характеризувалося зростаючою волатильністю та ставило під ризик фінансову стабільність через надмірну ризикованість операцій, що проводились ринковими гравцями (зазвичай по позабалансовим позиціям, не визначеним через це наглядачами), та левередж. Ми притримуємося загальної наукової думки[3], відповідно до якої деривативи все таки можуть подеколи посилювати наслідки криз (якщо не було встановлено належного нагляду над їх використанням та належного регулювання цих інструментів), але самі по собі деривативи не є причиною/пусковим гачком фінансових негараздів.

Порівняння вигод та витрат:

Зазначені вигоди, з великою долею ймовірності, можуть перевищувати витрати, тобто призводити до більшої економічної ефективності та стабільності, якщо процес поступового впровадження ВД належно регулюється. З цієї точки зору завдання НБУ з забезпечення фінансової стабільності має здійснюватись через проведення банківського нагляду. Це означає, що перш за все, ринкові гравці почувають потребу в ризик-менеджменті та адекватному контролі над внутрішнім ризиком. Це означає існування необхідності в обізнаності ринкових гравців щодо похідних інструментів та ризиків, пов'язаних з їх використанням. В таких процесах особливої важливості набувають прозорість ринкової інформації та її належне відкриття.

Додатковий аргумент на користь запровадження ВД в Україні міститься в наступному: якщо національний ринок надалі не існуватиме, існуючий закордонний ринок, на якому торгують гривневими ВД, буде розвиватися і надалі. Проте ці закордонні ринки, по-перше, знаходяться поза впливом українського регулятора, по-друге, містять втрачені ділові

2 Проте деякі теоретичні моделі вказують на те, що спекуляція може мати дестабілізуючий ефект за деяких умов. Що стосується ринку ВД, емпірично доведено, що використання ВД не призводе до зростання волатильності базових ринків активів. Див. Jadresic/Selaive (2005) та цитовану в джерелі літературу для отримання додаткової інформації.

3 Див. МВФ (2002) для вивчення окремих прикладів по взаємозв'язкам між використанням деривативів та кризами в країнах, що знаходяться на стадії становлення ринкової системи.

можливості для національних агентів, адже потоки на цих ринках зазвичай важко спрямувати назад, всередину країни. В останні часи з огляду на обсяги потоків капіталу (наприклад іноземні кредити та, меншою мірою, потоки портфельних інвестицій) та торгові потоки, Україна є економікою з високим рівнем відкритості. Тому варто очікувати високого потенційного попиту кінцевих споживачів (торгівельних компаній реального сектору та інвесторів) на похідні інструменти. Це, в свою чергу зумовлює високу зацікавленість в них посередників (банків), що забезпечують деривативами своїх клієнтів (кінцевих споживачів).

3. Валютні деривативи: Огляд існуючих інструментів та ключові зв'язки між ними.

3.1. Похідні інструменти

Наступна секція містить огляд тільки базових (так званих «простих» інструментів) та неструктурованих («екзотичних») деривативів. Перші впливають на розвиток ринку, тоді як останні можуть розвиватися поряд зі зростанням попиту на більш довершені продукти:

Валютний спот

Угоди спот на міжбанку включають в себе обмін двома валютами (зазвичай національною та іноземною) за курсом визначеним на дату укладання договору, що підлягає виконанню протягом наступних двох робочих днів. Цей спотовий валютний курс є «базовою ціною» на ринку валютних деривативів, від неї «походять» ціни на всі інші інструменти.

Форвард

Форвардний контракт засвідчує зобов'язання особи обміняти одну валюту на іншу у визначений час та на визначених умовах у майбутньому (наприклад, через 1 місяць, 3 місяці або 12 місяців, хоча інші строки також можуть бути предметом обговорення між укладачами контракту). Зазвичай, ці контракти виконуються з поставкою, тобто на момент настання зазначеної дати здійснюється фізичний обмін валюти. Форварди торгуються на позабіржових ринках зацікавленими сторонами (зазвичай банком та його клієнтом), і тому можуть бути прив'язані до особливих потреб клієнтів.

В країнах з неповністю конвертованою валютою, дуже розвиненою є торгівля на закордонних ринках форвардами без поставки. Інвестори-нерезиденти надають перевагу цій формі торгівлі, так як вони мають обмежений доступ до національної валюти в умовах неповністю вільних потоків капіталу. Національна валюта в таких форвардах не поставляється, а при настанні строку погашення розрахунок здійснюється н. в дол. США виходячи з діючого валютного курсу. Для України, торгівля форвардами без поставки на обмін дол. США/грн. здійснюється в Лондоні. Строки сплат по таким деривативам, що котируються на ринках великими міжнародними банками, становлять до 3 років, хоча ліквідний ринок може називатися таким, коли термін сплати становить не більше як 3 місяців.

Ф'ючерси

Ф'ючерси, як і форварди, є валютними деривативам. Проте, так як цими угодами торгують на біржах, вони є дуже стандартизованими, а тому і більш ліквідними. Взаємозалік ризиків зазвичай здійснюється в клірингових установах. Порівнюючи форварди та ф'ючерси, важливо звернути увагу на загальні відмінності між позабіржовими та біржовими контрактами, які поширюються і на інші інструменти (наприклад, опціони). Обидва класи інструментів розрізняють за притаманними їм рисам, також вони є комплементарними, так як їх використання пов'язано з різними вигодами. В той час, коли форварди є гнучкими та можуть бути адаптовані до потреб окремих користувачів, вони є і відносно менш ліквідними та накладають ризик на партнерів ф'ючерсних угод (якщо ті неспроможні задовольнити вимоги за контрактом). Ф'ючерси «знімають» цей ризик введенням

клірингових установ[4], які гарантують виконання угоди обом сторонам, стягуючи плату за надання своїх послуг. Високий рівень стандартизації ф'ючерсів також знижує транзакційні витрати.

Опціони

Опціон надає право але не зобов'язання купити/продати валюту за наперед визначеним курсом в наперед визначений день зі здійсненням виплати премії (ціни) наперед. Це робить опціон умовним зобов'язанням з нелінійним типом виплат, на відміну від ф'ючерсних та форвардних контрактів, де зобов'язання обох сторін є безумовними, а виплати лінійно залежать від спотової ставки.

*Свопи в іноземній валюті*5

Своп — угода між двома ринковими гравцями про обмін валюти у майбутньому в наперед визначений день за наперед визначеним курсом з зобов'язанням провести зворотній обмін тих самих валют в майбутньому в наперед визначений день та за наперед визначеним курсом, що вказується у прикінцевих положеннях контракту (цей курс зазвичай відрізняється від попереднього, першого курсу). Своп в іноземній валюті може розглядатися як комбінація спот та форвардної позиції, або комбінацією двох форвардів.

Наступна таблиця 1 містить дані щодо обсягів ВД на біржах та в режимі позабіржових торгів. З цих даних ясно, що позабіржові контракти займають провідну позицію в загальних обсягах торгів, і їх кількість швидко збільшується.

Таблиця 1

Світові обсяги зобов'язань по похідним інструментам в позабіржовому та біржовому обертах (млрд. дол. США)

	Гру.01	**Гру.04**	**Гру.07**	**Чер.08**
Похідні інструменти в позабіржовому обігу				
Валютні форварди та валютні свопи	10335.7	14951.2	29143.7	31965.7
Валютні опціони	2470.1	6115.0	12747.9	14710.0
Похідні інструменти в біржовому обігу				
Валютні ф'ючерси	65.6	103.5	158.5	175.9
Валютні опціони	27.4	60.7	132.7	190.6

Джерело: Bank of International Settlements, 2008

В той час, коли загальні світові тенденції визначаються розвитком промислово розвинутих економік, країни, що знаходяться на стадії становлення ринкової системи, також активно приймають участь в торгівлі деривативами. Відносно менший обсяг ринків похідних може бути пояснений меншим розміром базових спотових ринків, а також більш жорстким регулюванням таких ринків. Таблиця 2 (та Мал.2 в Додатку) містять огляд існуючих інструментів, а також обсяги/кількості торгових угод/ обсягів заборгованостей з ВД в різних країнах.

4 Протягом останніх декількох років, клірингові установи активізували свою діяльність в наданні послуг учасникам позабіржового ринку, тому останнім часом ми можемо спотерігати збіжність деяких інструментів.

5 Існують також інші форми ВД, наприклад такі, що дозволяють обмін майбутніх потоків платежів за певним курсом, проте ці види ВД не розглядаються в даній роботі.

Таблиця 2

Країни Європи, що знаходяться на стадії становлення ринкової системи: наявність місцевих біржових та позабіржових деривативів

	Біржові інструменти		Позабіржові інструменти			
	Валютні ф'ючерси	**Валютні опціони**	**Валютні свопи**	**Валютні форварди**	**Валютно-процентні свопи**	**Валютні опціони**
Боснія та Герцеговина						
Болгарія			+	+	+	+
Хорватія						
Чеська республіка			+	+	+	+
Естонія			+	+		+
Угорщина	+	+	+	+		+
Латвія			+	+		
Литва			+	+		
Македонія						
Польща	+		+	+	+	+
Румунія	+	+	+	+		+
Росія	+		+	+		+
Сербія						
Словацька республіка			+	+		+
Словенія			+	+		+
Туреччина	+		+	+	+	+
Україна						

Джерело: Iorgova/Ong (2008)

На теперішній час використання похідних інструментів в світі здійснюється не рівномірно, проте щонайменш сегмент позабіржової торгівлі наразі майже однаково розвинутий у всіх країнах.

3.2. Зв'язки між похідними інструментами

Різноманітні сегменти ринків валютних деривативів не є ізольованими, а навпаки залежать один від одного. Зокрема, «похідний» інструмент - це інструмент, ціна якого є «похідною» від ціни базового активу. Базова залежність між форвардом[6] та ринком активів зветься «покритим паритетом процентних ставок» (ППП). Декількома словами, ППП означає таку позицію між спотовою ставкою, форвардною ставкою (наприклад, по форварду на 12 місяців) та відповідними безризиковими відсотковими ставками в національній та іноземній валюті, відповідно, при якій арбітраж неможливий. На ділі таке співвідношення може розглядатися як встановлення форвардної валютної ставки на основі спотовой ставки, та відповідних національних та іноземних кривих доходності на ринках короткострокового капіталу та ринках державних цінних паперів. Так як валютні свопи просто поєднують в собі дві сторони опціонного спреду (спотову/форвардну або форвардну/форвардну, як було зазначено вище), до них також можуть застосовуватись зазначені вище аргументи.

Проте, наведена залежність є вірною тільки за умови вільних потоків капіталу між кордонами, що означає існування можливості арбітражу. Якщо таку умову не дотримано, потоки капіталу є дещо обмеженими, а арбітраж тому - неможливим, що в свою чергу означає неможливість дотримання ППП[7]. Така ситуація найчастіше трапляється на зовнішніх ринках деривативів, що не підлягають поставці[8]. В такому випадку ціна на

6 Або ф'ючерсом, так як різниця між цими інструментами в даному контексті є не критичною

7 Звісно, до причин недотримання ППП також відносять транзакційні витрати, податки та ін.

8 Загалом, існування зовнішніх ринків, н. ринку похідних, що не підлягають доставці, також залежить від введення обмежень на потоки капіталу. Після азіатської кризи 1998/99, коли деякі країни ввели відповідні обмеження, ринки деривативів припинили своє існування.

форвард може відрізнятися від теоретичної ціни, що визначається за допомогою ППП. Таке відхилення (яке іноді розраховується як неспівпадіння між процентними ставками всередині країни та ставками на деривативи, що не підлягають поставці, на зовнішніх ринках) зазвичай є функцією від існування обмежень на потоки базового капіталу.

Останні з перелічених інструментів, валютні опціони, є інструментами, ціна на які встановлюється відповідно до іншого правила через їх граничний характер. Проте, базова залежність від спотового ринку та кривих доходності залишається незмінною. Окрім спотової ставки та відповідних кривих доходності на дату виконання зобов'язання, існують додаткові фактори, такі як ціна виконання та очікувана волатильність майбутньої спотової ставки, що також впливають на її ціну опціонів.

3.3. Висновок

Можна зробити висновок, що різноманітні сегменти ринку валютних деривативів є взаємозалежними, а тому мають розглядатися як взаємодоповнюючи (комплементарні). Таким чином, зростає необхідність в одночасному розвитку цих сегментів. Зокрема, ціни на форварди (ф'ючерси) розраховуються на основі спотових обмінних ставок беручи до уваги відповідну строковість відсоткових ставок вдома та закордоном. Існуючий механізм використовується і по відношенню до інших валютних деривативів, таких як опціони, навіть з урахуванням додаткових факторів. Тому очевидною стає потреба в одночасному розвитку валютного ринку (спотового та сегменту похідних) та внутрішнього грошового ринку та ринку державних запозичень.

4. Поточний стан українського валютного ринку

Саме зараз валютний ринок в Україні відрізняється високим рівнем регулюваності всіх найважливіших сегментів (деякі законодавчі обмеження по валютним операціям були встановлені ще на початку 90-х років, а деякі додаткові обмеження були введені пізніше). Спочатку ми приділимо увагу загальним ринковим обмеженням, а потім сконцентруємо нашу увагу на обмеженнях, що застосовуються по відношенню до окремих валютних деривативів.

4.1. Загальні ринкові обмеження

На теперішній час збір на обов'язкове державне пенсійне страхування з операцій купівлі-продажу безготівкової валюти становить 0.2%[9] (відповідна стаття затверджена в бюджеті на 2009 рік, порівняно з 0.5% в 2008 р.). Цей збір стягується з безготівкової купівлі валюти на міжбанку, що в свою чергу обмежує операції на міжбанку в цілому. Щоб не повторюватись про необхідність скасування цього збору з економічних причин, пропонуємо ознайомитись з результатами попередніх консультативних робіт[10]. Цілком ясно, що такий збір призводить до зниження ринкової ліквідності, а тому і обмеження можливостей щодо перекладання валютних ризиків з однієї сторони угоди на іншу.

Інше обмеження на операції з валютою стосувалося одночасного існування трьох різноманітних обмінних курсів. Це міжбанківський валютний курс (ринковий валютний курс), офіційний валютний курс, що використовується для цілей оподаткування та бухгалтерського обліку, та курс, по якому здійснюються інтервенції НБУ. Подеколи розбіжність між цими курсами була доволі високою, що ускладнювало здійснення ринкових операції та розвиток міжбанківського ринку, так як спілкування та офіційне регулювання було доволі ускладненим, що збільшувало нестабільність на ринку. Спроби зближення цих показників приведуть до більш прозорої та ефективної комунікативної стратегії, а тому підтримають рівень активності на валютних ринках та надають можливості щодо кращого управління ризиками. Перехід до здійснення офіційних інтервенцій за курсами близькими до ринкових, а також наближення офіційного курсу до ринкового в грудні був серйозними кроком у цьому напрямку.

Правила проведення операцій на спотовому валютному ринку було нещодавно змінено відповідно до Постанови НБУ №153 («Порядок роботи на міжбанківському валютному

9 Відміна податку на операції передбачена в Меморандумі про економічну та фінансову політику (МЕФП) між МВФ та Україною, що прийнятий за основу для другого розгляду (кінець квітня 2009).

10 Див. Джуччі/Бігдай (2006).

ринку»), що набрала чинності 4 листопада 2008 р. Ця постанова визначає нові правила функціонування міжбанківського ринку, зокрема вимагаючи виконання всіх клієнтських заявок на міжбанківському ринку задля підвищення ефективності ринку. Банкам було заборонено виконувати заявки клієнтів всередині установи без виходу на міжбанк з чистими залишками незадоволених заявок. Загалом намагання надати міжбанківському ринку більшої ліквідності в принципі є гарним наміром, так як це призводить до кращого розкриття інформації по ціні та забезпечує більш плавне коригування, проте ця постанова містить ряд недоліків. В теперішньому вигляді, вона призводить до більших проблем в пошуку продавцями покупців валюти та збільшує кількість адміністративних бар'єрів. Надмірне регулювання ринку іноземної валюти є небажаним ані для банків, ані для кінцевих споживачів валюти (наприклад, бізнес-гравців), так як більш малим замовленням може бути приділено недостатньо уваги через вищі транзакційні витрати.

Нещодавно своєю постановою №435 НБУ вирішило знову змінити правила функціонування міжбанківського валютного ринку. Починаючи з 22 грудня 2008 р., банкам знову було дозволено задовольняти заявки клієнтів всередині установи перед тим як виходити на міжбанк з залишками незадоволених замовлень. Це означає, що стан міжбанківського ринку було відновлено, що з нашої точки зору є вірним рішенням.

4.2. Ринкові обмеження на використання валютних деривативів

Наразі, в Україні (зі всього різноманіття валютних деривативів) здійснюється торгівля тільки форвардами, що підлягають поставці. Найбільший строк виконання складає 1 рік, а ліквідність ринку є дуже низькою. Інші деривативи заборонені, а законодавства, що регулювало б торгівлю деривативами та містило загальні визначення, наразі не існує. Проте, наразі існує законодавча ініціатива з регулювання ринку деривативів в цілому, що є вагомим кроком вперед. Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку нещодавно направила на розгляд Кабінету Міністрів проект Закону «Про похідні (деривативи)» [11], цей законопроект містить окремі позиції стосовно валютних деривативів. Нещодавно було проведено обговорення попередньої версії законопроекту основними ринковими гравцями.

При хеджуванні резиденти мають зазначати основну ціль[12] таких операцій, яка в свою чергу має відповідати їх діяльності на товарному ринку. Перевірка цілі на відповідність діяльності резидентів вимагає від підприємства проходження ряду бюрократичних процедур, зокрема підприємство має надати доказ високої вартості кожної торгівельної операції, що підлягає хеджуванню.

На банки, як партнери/постачальники в форвардних операціях, також покладено ряд обмежень: ліміт форвардної відкритої позиції має становити 10% регуляторного капіталу[13], тоді як хеджування базової компенсуючої спотової позиції законодавчо не визначено[14].

Підсумовуючи, можна стверджувати, що ряд загальних та регуляторних обмежень гальмує розвиток глибокого та ліквідного валютного ринку в Україні. Огляд чинного законодавства та нормативних актів, що стосуються валютних деривативів представлений в Таблиці 4 в Додатку.

11 Першу версію проекту закону «Про похідні (деривативи)» було подано Кабінетом Міністрів України на розгляд Верховній Раді та зареєстровано як проект закону №4019 від 18 червні 2007 р. Проте потім цей законопроект було відізвано.

12 Цей, так званий принцип реального попиту (який має слугувати обмеженнями на здійснення спекулятивних операцій) має дещо спільне з процедурами, що застосовувались раніше в Кореї та Південній Африці. Проте, виконання цих процедур здійснювалось неповністю, а в Кореї взагалі було скасовано.

13 Інші ліміти включають 30% ліміт на загальну відкриту позицію, 15% на довгу позицію в вільноконвертованій валюті та 10% ліміт для короткої позиції.

14 На противагу існуючому визначенню хеджованої позиції при розрахунку лімітів позицій, в 2007 р. НБУ адаптувало постанову, що містить опис механізмів обліку майже всіх існуючих деривативів. Ця постанова дозволяє облік валютних та інших форвардів з метою обліку хеджування. Проте використання деривативів банківськими установами все ще обмежено.

5. Порядок здійснення наступних кроків: рекомендації

З останніх розділів можна зробити висновок, що НБУ, як ринковий регулятор, має намагатися зберегти рівновагу між двома позиціями: введення та більш широке використання валютних деривативів означає кращі можливості хеджування валютних ризиків, проте стрімке та неврегульоване введення інновацій може зашкодити фінансовій стабільності. Таким чином, необхідність в лібералізації ринку валютних деривативів є доведеною, тому вірне планування та здійснення запропонованих змін також є важливим. Кінцеві споживачі цих інструментів повинні мати доступ до можливостей регулювання ризиків, тоді як регулятор повинен мати вірний засіб оцінки ризиків від використання нових інструментів. Задля виконання цих вимог необхідне забезпечення високого рівня прозорості та розкриття ринкової інформації.

Рекомендація 1: Введення валютних деривативів загалом є непоганою ідеєю, проте дуже важливим є порядок введення цих інструментів в оббіг. Найважливіші зміни, що включають зняття загальних обмежень на використання валютних деривативів, мають бути здійснені тільки після того як ситуація на валютних спотових ринках дещо заспокоїться, тобто коли фінансова ситуація стабілізується, а гривня займе рівноважну позицію (хоча б в короткостроковій перспективі).

Валютний спотовий ринок є базовим для будь-яких деривативів. Тому, для розвитку валютних деривативів необхідний глибокий та ліквідний ринок.

Рекомендація 2: Необхідне зняття збору до державного пенсійного фонду з операцій з валютними цінностями щоб спростити розвиток ліквідного спотового ринку.

Існування процентних ставок для різних строків, що визначаються ринком, тобто кривої дохідності, є наступним блоком необхідним для створення ефективного та ліквідного ринку валютних деривативів. Ключове використання кривої дохідності - це ціноутворення деривативів. Таким чином, ринок короткострокових та державних запозичень слугує базою для створення ефективних ринків деривативів (форвардів, ф'ючерсів, свопів та опціонів) призначених для управління фінансовими ризиками[15].

Рекомендація 3: Поряд з ринком валютних деривативів має розвиватися внутрішній ринок короткострокових та державних запозичень, так як безризикова крива дохідності є базою для розвитку валютних деривативів.

Торгувати валютними деривативами можна як поза біржею так і на організованих біржах. По факту, в багатьох розвинутих країнах, такий розвиток здійснюється паралельно, так як використання кожного класу інструментів надає різні переваги їх користувачам. Ці переваги що можуть бути визначення декількома словами - високий рівень стандартизації (позабіржові інструменти) проти низького рівня ризику (біржові інструменти). Проте, якщо звернути увагу на динаміку розвитку ринків деривативів, можна помітити, що введення позабіржових інструментів передує введенню біржових інструментів (Див. Таблицю 2). Така послідовність може бути, окрім всього іншого, пояснена слабким законодавчим та технічним забезпеченням функціонуючих бірж.

Рекомендація 4: Поступова стратегія розвитку та розширення ринку валюних деривативів в Україні в найближчому майбутньому має бути сконцентрована на позабіржових інструментах, таких як форварди, валютні свопи та (лише потім) опціони. Таким чином, перший крок дозволить банкам розвинути їх позабіржові інструменти, тоді як надалі увага має приділятися розвитку законодавчого та технічного забезпечення бірж, що уможливить подальше використання стандартизованих біржових продуктів.

Поступова стратегія введення позабіржових валютних деривативів використовувалася і в інших країнах, що знаходяться на стадії становлення ринкової системи. Для прикладу може використовуватись досвід Китаю, в якому з 2004 р. здійснювалось поступове введення національних валютних деривативів. Ринок розпочав своє існування в 2005 р. з поступового введення форвардів, торгівля якими могла здійснюватись обмеженим колом

15 В роботі МВФ (2003) перелічені складнощі, які з'являються при розвитку ринку деривативів при умові існування неналежно функціонуючого ринку короткострокових запозичень.

установ. Після 6 місяців такої торгівлі, ринковим гравцям була дозволена торгівля іншими продуктами, такими як валютні свопи.

Наступним важливим кроком є доступ нерезидентів до національного ринку деривативів. Загалом, наразі простежується тенденція щодо активізації участі нерезидентів в торгах на місцевих ринках валютних деривативів, так як вони привносять в ринок більшу ліквідність, а тому і більшу ефективність. Ситуація на азіатських ринках, що знаходяться на стадії становлення ринкової системи, відображена в даних Табл. 3.

Таблиця 3

Огляд інструментів хеджування валютних ризиків в Азії

Країна	Внутрішній ринок валютних деривативів	Доступ нерезидентів до ринку валютних деривативів	Зовнішній ринок
Китай	До 12 місяців	Заборонено	Ліквідний
Гонконг	Ліквідний	Обмежень не існує	Відсутній
Індонезія	Ліквідний	Дозволяється хеджування основної суми та купонних платежів	Ліквідні валютні деривативи, що не підлягають поставці
Корея	Ліквідний	Дозволяється хеджування основної суми та купонних платежів	Ліквідні валютні деривативи, що не підлягають поставці
Малайзія	До 12 місяців	Дозволяється хеджування основної суми та купонних платежів в місцевих банках	Відсутній
Філіппіни	Ліквідний	Вимагається попередній дозвіл	Ліквідні валютні деривативи, що не підлягають поставці
Сінгапур	Ліквідний	Дозволяється хеджування основної суми та купонних платежів	Неліквідні валютні деривативи, що підлягають поставці
Таїланд	Ліквідний	Дозволяється хеджування основної суми та купонних платежів	Неліквідні валютні деривативи, що підлягають поставці

Джерело: BIS (2006)

На цих ринках, крім одного випадку (Китаю), нерезиденти можуть здійснювати свої операції з хеджування.

Рекомендація 5: В довгостроковій перспективі нерезидентам має бути наданий доступ до ринків деривативів з метою збільшення ліквідності та ефективності ринку. Проте, загальноприйнятим в світі практикою є поступове надання права участі на таких ринках, яке має починатися з хеджування.

6. Висновки

В умовах коли здійснюється перехід з фіксованого до гнучкого валютного курсу, валютні деривативи є важливим інструментом управління зростаючими валютними ризиками. В більш широкому розумінні, валютні деривативи можуть розглядатися як складова частина розвитку ефективного національного ринку капіталу, бо дозволяють переносити ризики та призводять до більш ефективного розподілу капіталу. Так як українські ринки таких інструментів наразі є недорозвинутими, введення таких інструментів хеджування є пріоритетним напрямком української політики.

Через те, що необмежене та неврегульоване використання таких складних інструментів може мати руйнівні наслідки, регулятор в своїй стратегії введення валютних деривативів має спланувати свою діяльність в такий спосіб, щоб уникнути цього. Встановлення вірних мотивів для належного використання валютних деривативів шляхом прискіпливого регулювання та довершеного управління ризиками є найважливішим завданням. В цій статі ми рекомендуємо стратегію поступового впровадження змін, що дозволить одночасно отримати доходи від впровадження похідних інструментів та контролювати ризики, що пов’язані зі становленням ринку валютних деривативів.

Посилання

Becker/Fabbro (2006): Limiting Foreign Exchange Exposure through Hedging: The Australian Experience; Reserve Bank of Australia Research Discussion Papers No. RDP 2006-09

BIS (2006): Asian bond markets: issues and prospects, BIS Papers No. 30

Dodd (2001): The Role of Derivatives in the East Asian Financial Crisis; SPECIAL POLICY REPORT 1, FINANCIAL POLICY FORUM/ DERIVATIVES STUDY CENTER

Dodd/Griffith-Jones (2006): Report on derivatives markets: stabilizing or speculative impact on Chile? ; SPECIAL POLICY REPORT 14, FINANCIAL POLICY FORUM/ DERIVATIVES STUDY CENTER

Giucci/Bigdai (2006): The pension funds tax on purchases of non-cash foreign currency: Time to go; GAG/IER Policy Paper V7

IMF (2002): Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues; Chapter IV Selected topic: The Role of Financial Derivatives in Emerging Markets

IMF (2003): Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues; Chapter IV Local Securities and Derivatives Markets in Emerging Markets: Selected Policy Issues

Iorgova/Ong (2008): The Capital Markets of Emerging Europe: Institutions, Instruments and Investors; IMF Working Paper, WP/ 08/103

Jadresic/Selaive (2005): Is The FX Derivatives Market Effective and Efficient in Reducing Currency Risk? Central Bank of Chile Working Paper No. 325

Kodres/Jochum (1998): Does the Introduction of Futures on Emerging Market Currencies Destabilize the Underlying Currencies?; IMF Working Paper, WP/No 98/13

Mathieson/Roldos/Ramaswamy/Ilyina (2004): Emerging Local Securities and Derivatives Markets: selected topic expanded and updated from the IMF's Global financial stability report

Nystedt (2004): Derivative Market Competition: OTC Markets Versus Organized Derivative Exchanges, IMF Working Paper, WP/04/61

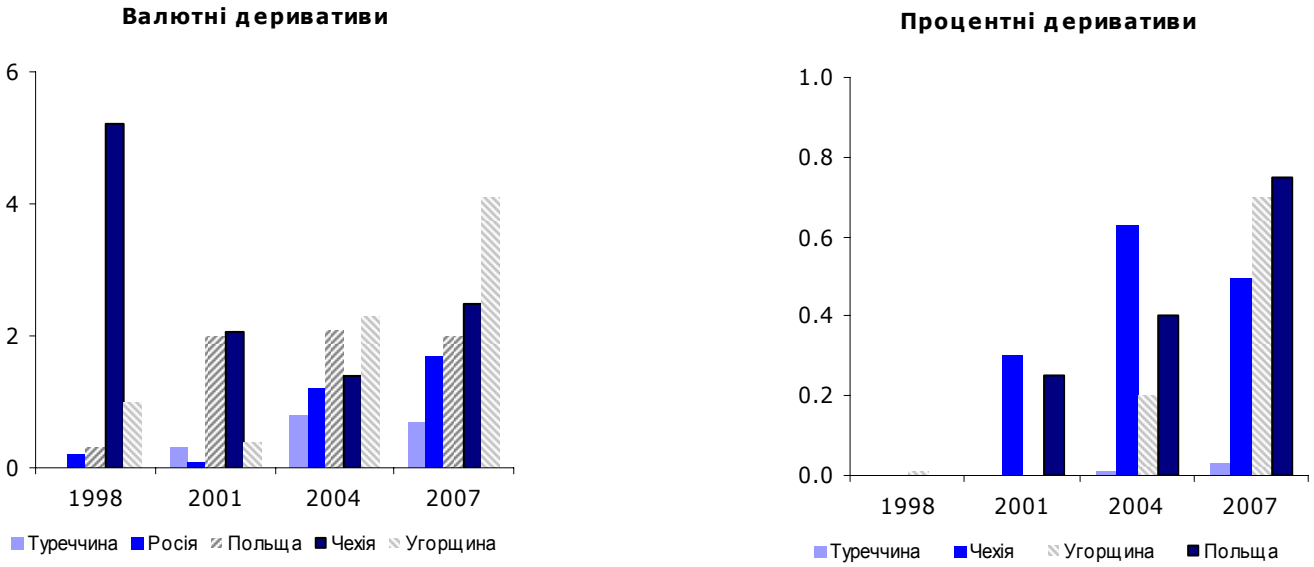
Додатки

Графік 2

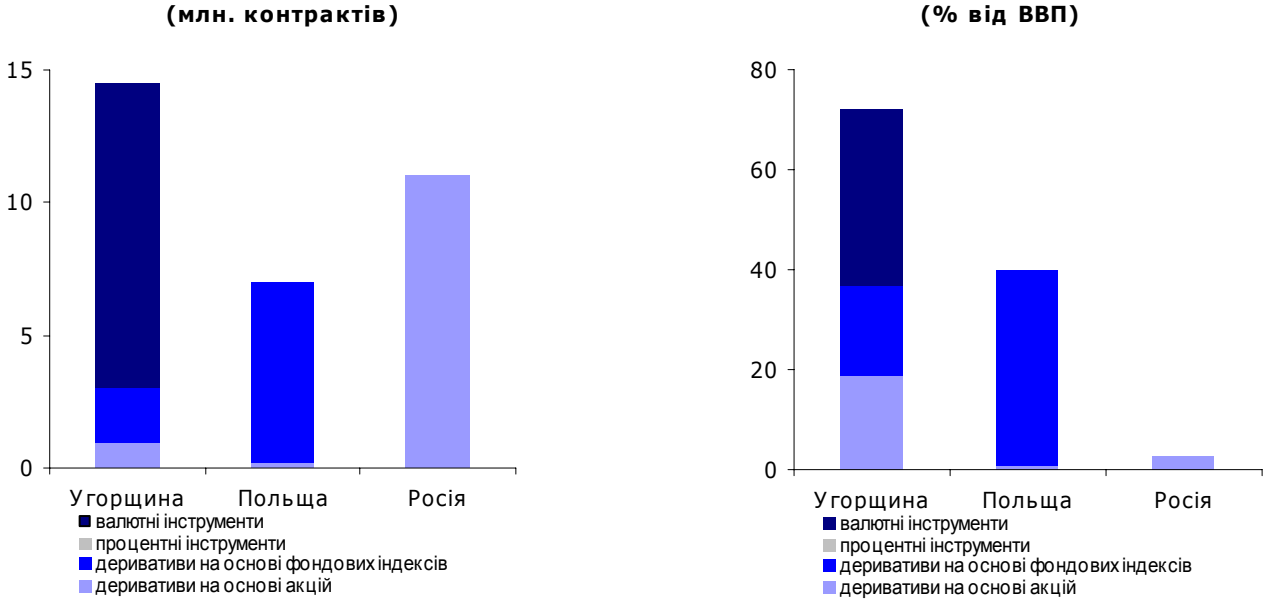
Країни Європи, що знаходяться на стадії становлення ринкової системи: біржові та позабіржові деривативи в окремих країнах

Обсяги позабіржових торгів

(щоденні середні показники, у % від ВВП)



Номінальна вартість біржових деривативів, кінець 2006 р.



Джерело: Iorgova/Ong (2008)

Таблиця 4

Чинна законодавчо-нормативна база щодо регулювання операцій з валютними деривативами в Україні

Цивільний кодекс України: Закон України №435-IV від 16.01.2003.
Про оподаткування прибутку підприємства: Закон України №334/94-ВР від 28.12.1994.
Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України №3480-IV від 23.10.2006.
Про затвердження Положення про вимоги до стандартної до стандартної (типової) форми деривативів: Постанова Кабінету Міністрів України №632 від 19.04.1999.
Про затвердження правил здійснення депозитних операцій для банківських депозитів і Правил випуску та обігу валютних деривативів: Постанова Правління Національного банку України №216 від 7.07.1997.
Інструкція з бухгалтерського обліку операцій з цінними паперами в банках України: Постанова Правління НБУ №358 від 3.10.2005.
Положення про порядок та умови торгівлі іноземною валютою: Постанова Правління НБУ №281 від 10.08.2005.
Інструкція з бухгалтерського обліку операцій з похідними фінансовими інструментами в банках України: Постанова Правління НБУ №309 від 31.08.2005.
Правила випуску та обігу фондових деривативів: Затверджено рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку №13 від 24.06.1997.
Про впорядкування випуску та обігу деривативів: рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку №70 від 13.04.1999.
Про затвердження Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 13 «Фінансові інструменти»: Наказ Міністерства фінансів України №559 від 31.11.2001.

Список останніх консультативних робіт

1. Оцінка наслідків тривалого економічного спаду на пенсійне страхування в Україні: сподіваємось на краще, але готуємось до найгіршого!, Ларс Хандріх, Олександра Бетлій, консультативна робота PP 09, Грудень 2008.
2. Депозитне страхування в Україні: Час для Реформи?, Роберт Кірхнер, Рікардо Джуччі, консультативна робота PP 08, Листопад 2008
3. Принципи і способи функціонування адресної соціальної допомоги: рекомендації для України, Ларс Хандріх, Олександра Бетлій, консультативна робота PP 07, Жовтень 2008
4. Проблема «європейських газових цін» в Україні, Фердінанд Павел, Інна Юзефович, консультативна робота PP 06, Жовтень 2008
5. Інфляція в Україні: Результати емпіричного дослідження та рекомендації щодо економічної політики, Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер, Енцо Вебер, консультативна робота PP 05, Жовтень 2008
6. Житлове будівництво в Україні: Причини поточної кризи та висновки для економічної політики, Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер, Роман Возняк, консультативна робота PP 04, Жовтень 2008
7. Взаємодія між Урядом і Національним банком України: Оцінка поточної ситуації та рекомендації, Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер, Віталій Кравчук, консультативна робота PP 03, червень 2008
8. Інфляційні очікування: значення та вимірювання, Роберт Кірхнер, Рікардо Джуччі, Ярослава Сучок, Оксана Кузяків та Вероніка Мовчан, консультативна робота PP 02, червень 2008
9. Вчимося «плавати»: рекомендації щодо валютної політики України в період переходу до таргетування інфляції, Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер, Віталій Кравчук, консультативна робота PP 01, червень 2008
10. Державно-приватне партнерство у секторі автомобільних доріг України: Ключові принципи для досягнення успіху, Фердінанд Павел, консультативна робота W16, лютий 2008
11. Реформування поштового сектору в Україні: покращення поштових послуг але не поштових відділень, Ларс Хандріх, Свен Хейтзлер, консультативна робота W15, лютий 2008
12. Як сплачуєте, так і отримуєте! Реформування принциВД фінансування лікарень в Україні, Ларс Хандріх, Олександра Бетлій, консультативна робота W14, лютий 2008
13. Міжнародна фінансова криза: Ризики і рекомендації для України, Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер, Вероніка Мовчан, Віталій Кравчук, консультативна робота W13, лютий 2008
14. Україна та ЕВРО-2012. Як гарантувати його економічний потенціал, Фердінанд Павел, Наталя Сисенко, консультативна робота W12, грудень 2007
15. Чи слід мені залишитись, чи слід їхати? Українська міграція в економічному розрізі, Олександр Данзер та Ларс Хандріх, консультативна робота W11, грудень 2007
16. Висока інфляція в Україні: аналіз і рекомендації, Роберт Кірхнер, Рікардо Джуччі і Віталій Кравчук, консультативна робота W10, грудень 2007

Консультативні роботи та наукові матеріали у відкритому доступі: http://www.ier.kiev.ua/English/papers/papers_eng.phtml. За більш детальною інформацію з питань підписки на наші регулярні видання, звертайтесь до Аліни Долі: dolya@ier.kiev.ua.