НІМЕЦЬКА КОНСУЛЬТАТИВНА ГРУПА З ПИТАНЬ ЕКОНОМІКИ ПРИ УРЯДІ УКРАЇНИ

проф. Лутц Хоффманн, Президент
Інститут Східної Європи, Мюнхен

д-р Лоренц Шомерус, Статс-секретар у відставці
Федеральне Міністерство економіки і технологій, Берлін

Консультативна група у Києві	д-р Фолькхарт Вінценц	Інститут Східної Європи, Мюнхен
	д-р Рікардо Джуччі	Німецький Інститут економічних досліджень, Берлін
	проф. Штефан фон Крамон-Т.	Університет м. Геттінген, Інститут аграрної економіки
	Ларс Хандріх	Німецький Інститут економічних досліджень, Берлін
	д-р Крістіан фон Хіршхаузен	Німецький Інститут економічних досліджень, Берлін
	Людвіг Штріве	Університет м. Геттінген, Інститут аграрної економіки

Бюро: 01034, Київ, вул. Рейтарська, 8/5-А
Тел. 0038 044 228 63 42, 0038 044 228 63 60, факс 0038 044 228 63 36, Email: gag@ier.kiev.ua

Q17

Ринок для ризику, а не для зерна

Перспективи та передумови розвитку ф'ючерсної біржі в Україні[1]

1 Вступ

Ф'ючерсна біржа може підвищити прозорість ринків сільськогосподарської продукції та стати для сільськогосподарських виробників, підприємств переробної і харчової промисловості та трейдерів інструментом для зниження ризику, пов'язаного з торгівлею сільськогосподарською продукцією. Це робить торгівлю на ф'ючерсному ринку привабливою і для України. Становлення ф'ючерсної біржі в Україні потребує насамперед дуже ретельного планування, часу та фінансових ресурсів. Але насамперед, ф'ючерсній біржі потрібні функціонуючі, тобто інтегровані ринки сільськогосподарської продукції. Ця передумова в Україні ще не створена і це розглядається в 2-й главі. У третій главі на прикладі історії виникнення ф'ючерсної біржі в Ганновері (Німеччина) роз'яснюється, які важливі питання необхідно вирішувати при створенні біржі. У четвертій главі зроблено висновки.

2 Основна передумова – функціонуючі та інтегровані ринки

Як можна використовувати ф'ючерсну біржу для зниження цінових ризиків, пов'язаних з виробництвом, зберіганням та реалізацією сільськогосподарської продукцієї, та як функціонує досконале страхування ціни (так званий **хедж**), вже було продемонстровано у першій роботі Q11. Закладений в основу механізм полягає в тому, що збитки (прибутки) на спотовому ринку можуть компенсуватись за рахунок прибутків (збитків) на ф'ючерсній біржі. Щоправда, така компенсація можлива лише за наявності певних передумов, що розглядається далі. Окрім того, створення ф'ючерсної біржі в Україні має далекосяжні політичні наслідки, які обговорюються в останньому розділі цієї глави.

[1] Представлена робота є другою, в якій розглядається створення ф'ючерсної біржі в Україні. В першій роботі "Вступ до теми ф'ючерсних ринків для сільськогосподарської продукції" зроблено вступ до теми способу функціонування ф'ючерсних ринків і вона служить основою цієї роботи, в якій розглядаються можливості та передумови створення української ф'ючерсної біржі.

2.1 Коли страхування ціни на ф'ючерсній біржі функціонує?

Як функціонує досконале страхування ціни (хедж) на ф'ючерсній біржі вже було продемонстровано в роботі Q11 в таблиці 3. Цей приклад повторено ще раз в наступній таблиці в 1-му сценарії. Згідно 1-го сценарію хеджування функціонує досконало, тому що збитки на спотовому ринку повністю компенсуються на ф'ючерсній біржі. Різниця між ціною на спотовому ринку і ціною на ф'ючерсному ринку прийнято називати **базисом**, який можна порахувати для різних періодів часу. По закінчені контракту цей базис називатиметься **базисом строку погашення**. Базис строку погашення може бути різним. У 1-му сценарії базис строку погашення дорівнює 0 грн./т, так як ціна як на спотовому так і ф'ючерсному ринку котирується на рівні 600 грн./т.

Але така ситуація не є обов'язковою передумовою для зменшення ризиків хеджування на ринку, що можна показати на гіпотетичному прикладі для України. Наприклад, місто Київ є імпортуючим регіоном в якому ціна вища ніж у таких регіонах як Суми чи Вінниця, звідки зерно, як правило, експортують. Для можливості страхування ціни на ф'ючерсній біржі різниця між ціною на ф'ючерсній біржі та ціною в певному регіоні сама по собі не являє проблеми. Це стає зрозумілим з 2-го сценарію в таблиці 1. У цьому випадку за виключенням цін на спотовому ринку застосовуються такі ж данні як і в 1-му сценарії. Щоправда, слід припустити, що спотова ціна у Вінницькій області на момент виконання контракту буде на 30 грн./т нижчою, ніж на спотовому ринку, тому базис становитиме 30 грн./т. Слід також припустити, що хеджер може сподіватися на стабільний базис строку погашення і бути впевненим, що він дорівнюватиме 30 грн./т. Це є передумовою того, щоб хеджер міг здійснювати страхування ціни на ф'ючерсній біржі, як показано в 2-му сценарії.

У жовтні 2001 року ціна в Вінниці становитиме, наприклад, 515 грн./т. Сільськогосподарський виробник може в цей момент продати контракт на ф'ючерсній біржі в Києві за 650 грн./т (короткий хедж). Виробник оцінює базис на момент виконання контракту (березень 2001 року) в 30 грн./т і страхує собі ціну на ф'ючерсному ринку на рівні 620 грн./т. Якщо сільськогосподарський виробник продасть свій ф'ючерс у березні за діючою ціною 600 грн./т, він отримає на біржі прибуток у розмірі 50 грн./т. Якщо справдяться його очікування, згідно яких ціна у Вінниці буде нижчою на 30 грн./т ніж у Києві, на цьому ж рівні в цей час (на момент виконання контракту) буде котируватись ціна на ф'ючерсній біржі, то він отримає при продажу свого товару у Вінниці 570 грн./т. В сумі він матиме дохід у розмірі 620 грн./т або 62 тис. грн. за всю кількість товару (100 т), – саме такий прибуток, який він сподівався отримати завдяки страхуванню. Якщо різниця в ціні залежно від місця розташування біржі буде стабільною, хеджер зможе повністю застрахуватись на ф'ючерсній біржі від коливань ціни.

Якщо хеджер не може спрогнозувати стабільного базису строку погашення, страхування від коливання цін стає неможливим. Цей ризик відповідно називають **ризиком базису**, він представлений в третьому сценарії. В цьому випадку припустимо, що ціна в Сумській області становитиме 515 грн./т як і в Вінницькій області. Таким чином, хеджер може очікувати, що різниця між ціною в Київські та Вінницькі обл. стабільно дорівнюватиме 30 грн./т. Але що буде, якщо Сумська обладміністрація накладе обмеження на торгівлю або заборонить її на якийсь час? Подібні обмеження торгівлі постійно застосовувались у минулому, наприклад, для того, щоб змусити сільськогосподарські підприємства погасити свої борги. Як правило, такі торгівельні обмеження означають ізоляцію динаміки цін в зазначеному регіоні від динаміки цін на решті території України. Для Сумської області як експортного регіону слід очікувати падіння цін, а через це вірогідним є 3-й сценарій, за яким ціна знизиться до 520 грн./т.

Для хеджера в Сумській області розрахунки в такому випадку виглядатимуть наступним чином: на ф'ючерсному ринку він укладає контракт, очікуючи отримати чистий прибуток у розмірі 50 грн./т, або в сумі 5 тис. грн. На спотовому ж ринку він отримає за товар лише 52 тис. грн. Отже, замість очікуваних 62 тис. грн. його прибуток становитиме лише 57 тис. грн. Страхування ціни в такій ситуації спрацювало не бездоганно.

Таблиця 1: Страхування ціни на гіпотетичній ф'ючерсній біржі в Україні за різними сценаріями ціноутворення на ринках сільськогосподарської продукції

Місяць	Операція	Ціна на спотовому ринку (грн./т)	Ціна на ф'ючерсній біржі (грн./т)	Ціна на ф'ючерсній біржі мінус ціна на спото-вому ринку (базис), (грн./т)	Виручка на біржі та спотовому ринку (грн)
1-й сценарій: Страхування ціни с.-г. виробника при базисі строку погашення рівному нулю					
Жовт. 2001	1. Продаж ф'ючерсу	545	650	105	-6.500 маржа
Берез. 2002	1. Купівля ф'ючерсу	600	600	**0**	1. +5.000 на ФБ
	2. Продаж пшениці на спотовому ринку				2. +60.000 спотовий ринок = **65.000**
2-й сценарій: Страхування ціни с.г.-виробника при стабільному базисі між Київською та Вінницькою обл.					
Жовт. 2001	1. Продаж ф'ючерсу	515	650	135	-6.500 маржа
Берез. 2002	1. Купівля ф'ючерсу	570	600	**30**	1. +5.000 на ФБ
	2. Продаж пшениці на спотовому ринку				2. +57.000 спотовий ринок **= 62.000**
3-й сценарій: Страхування ціни с.г.-виробника при мінливому та непередбачуваному базисі в Сумській обл.					
Жовт. 2001	1. Продаж ф'ючерсу	515	650	135	-6.500 маржа
Берез. 2002	1. Купівля ф'ючерсу	520	600	**80**	1. +5.000 на ФБ
	2. Продаж пшениці на спотовому ринку				2. +52.000 спотовий ринок**= 57.000**

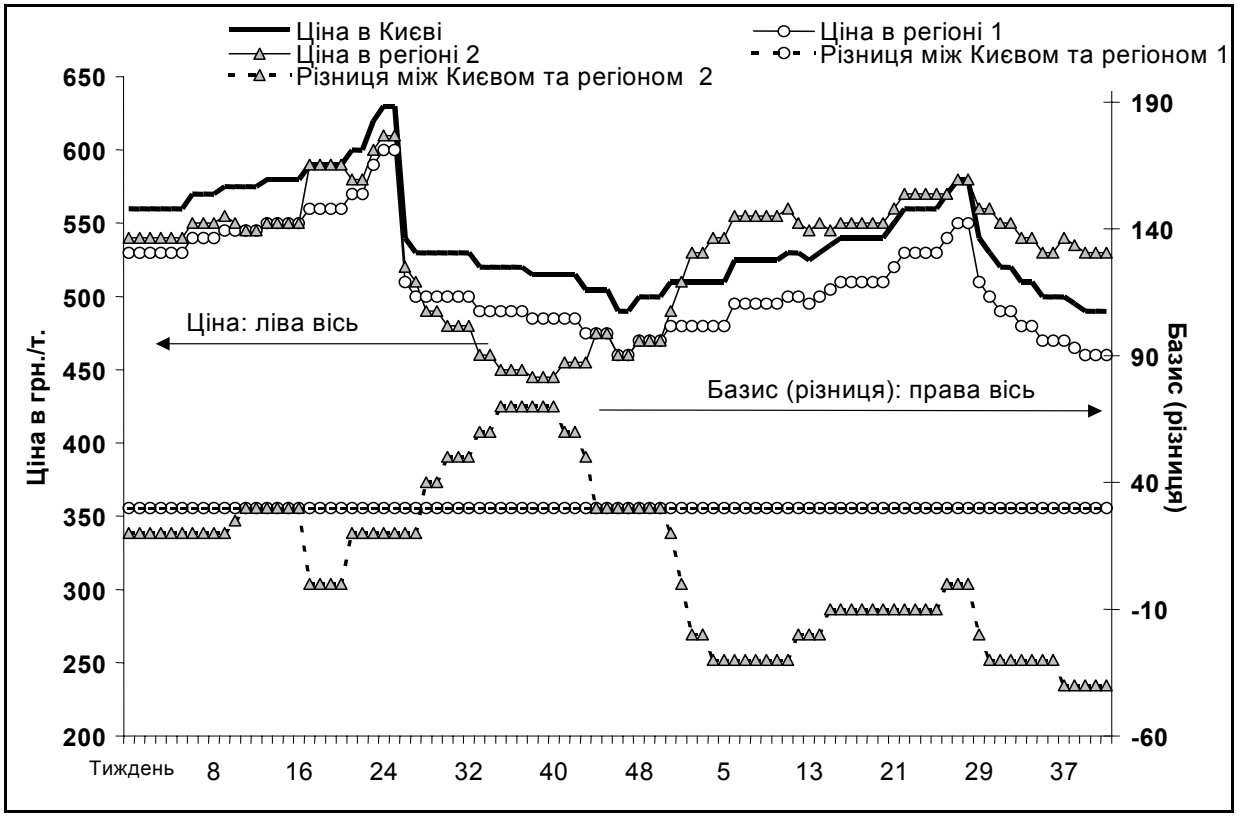
Джерело: Власна презентація.

Отже, можливість страхування ціни на українській ф'ючерсні біржі вирішальною мірою залежить від ціноутворення, тобто, від того, чи будуть ціни розвиватись "синхронно", чи ж динаміка цін в окремих регіонах буде більш-менш відмінною. Різниця, тобто різні рівні цін в Україні не є проблемою, проблемою вона стає тоді, коли різниця значно коливається і є непередбачуваною. Ринки зі стабільним базисом, тобто з різницею в ціні, яка мало змінюється, називають **інтегрованими** і вони є основною передумовою для розвитку ф'ючерсної біржі.

2.2 Що означає цінова інтеграція?

Те, що слід розуміти під ціновою інтеграцією представлено на графіку 1. На цьому графіку чорна, протяжна лінія у верхній частині графіка представляє гіпотетичну (вигадану) динаміку цін для Київської області. Припускається, що цей регіон буде нетто-імпортером і що в країні будуть сезонні зміни цін. Це означає не що інше, як падіння цін після збирання врожаю і їх поступове підвищення протягом року, при чому підвищення може взагалі бути перервано. Другий ряд цін (білі кружечки) представляє динаміку цін в регіоні 1. Припускається, що ціна буде постійно на 30 грн./т нижчою, ніж ціна в Києві, отже базис буде постійним. Розмір різниці в ціні, тобто розмір базису, показано в нижній частині графіку, одиниці її виміру можна знайти на правій осі. Через те, що різниця в ціні така стабільна, зміна ціни в одному регіоні автоматично викликає зміну ціни в іншому регіоні і навпаки, ціни на цих ринках можна назвати досконало інтегрованими.

Графік 1: Схематичне представлення ринкової інтеграції та базисних ризиків



Джерело: УкрАгроКонсалт, різні видання. Власна презентація.

Це не стосується цін в регіоні 2. Хоча вони і слідують однаковій загальній тенденції як у Києві, проте бувають сильні відхилення від цієї динаміки. На нижній частині графіка видно, що розмір базису коливається від + 60 грн./т до - 40 грн./т. Таке коливання має значний вплив на хеджерів, як наочно показано у 3-му сценарії в таблиці 1. В такій ситуації хеджери наштовхуються на високий **базисний ризик**. Чим менше інтегровані ціни, тим вищий базисний ризик, пов'язаний зі страхуванням, і тим гірші можливості для страхування цін на ф'ючерсній біржі.

Арбітраж – рушійна сила цінової інтеграції

Але що призводить до цінової інтеграції? Рушійною силою цього процесу є арбітраж. Припустімо, що транспортні витрати з Вінниці до Києва становлять 30 грн./т. У ситуації, коли цінова різниця на якийсь час зросте до 50 грн./т, можна без ризику отримати чистий прибуток, транспортуючи зерно з Вінниці до Києва і продаючи його там. Така торгівля поступово приведе до зниження цін в Києві (підвищується пропозиція) та до їх підвищення у Вінниці (пропозиція буде зменшуватись) і вона буде продовжуватись допоки цінова різниця буде більшою ніж 30 грн./т. Таку торгівлю називають арбітражем. Лише тоді, коли функціонує арбітраж, ринки можуть бути інтегрованими та змінюватись "синхронно". Чим простіший арбітраж, тим краще інтегровані ціни, і чим нижчі транспортні витрати, тим менші цінові різниці між окремими регіонами в Україні.

Отже, інтегровані ціни є суттєвою передумовою функціонування ф'ючерсних ринків, передумовою, яка в Україні не досягнута через наступні причини:

1. Незважаючи на прийняте на себе зобов'язання України повністю відмовитись від встановлення регіональних бар'єрів для торгівлі, навіть у 2001 році були випадки, коли такі бар'єри встановлювались. Подібні бар'єри унеможливлюють арбітраж,

створюючи цим перепони для цінової інтеграції, а при існуванні ф'ючерсної біржі створювали б для хеджерів у цьому регіоні високий базисний ризик. **Тому будь-яким втручанням в торгівлю з боку держави чи облдержадміністрацій слід покласти край.**[2]

2. Цінова інтеграція на ринках сільськогосподарської продукції дуже залежить від торгових витрат, тобто витрат на здійснення операцій, транспортних витрат та витрат на складування товару. Німецька консультативна група з питань економіки неодноразово наголошувала на тому, що конкуренція серед підприємств, які займаються збутом товару, є найкращою гарантією сталого скорочення торгівельних витрат. Цього можна найкраще досягти шляхом покращення інвестиційного клімату. Чим більше підприємств будуть інвестувати в українську збутову інфраструктуру, чим вищою буде конкуренція серед цих підприємств, і тим більш вірогідною буде інтеграція цін в Україні.

Інтеграція з цінами на світовому ринку

Щоправда, ціни на українському ф'ючерсному ринку автоматично не корелювали б з цінами на світових ринках сільськогосподарської продукції, оскільки українська ціна в експортній ситуації буде нижчою світової ціни, а в імпортній ситуації, серед іншого через високе мито на імпорт багатьох продуктів, вище світової ціни. Допоки Україна залишатиметься експортером основних сільськогосподарських продуктів, ціна всередині країни буде на стабільній основі виводитись від світової ціни. Щоправда, торгівельні бар'єри чи переміна торгівельної позиції можуть привести до сильних коливань цін в Україні, які значною мірою не будуть залежати від світових цін.

Окрім всього іншого, нинішня система стандартизації якості не відповідає стандартам світових ринків. Так наприклад, пшениця 3-го та 4-го класу продається в Україні як борошномельна пшениця, але це не означає, що ця пшениця буде автоматично прийматись також і в інших основних країнах-імпортерах як борошномельна пшениця. Через це ціна на борошномельну пшеницю на світовому ринку може відрізнятись від ціни на українському ринку.

2.3 Наслідки для української аграрної політики

З вищенаведених міркувань випливають далекосяжні наслідки для української аграрної політики, що можна наочно продемонструвати за допомогою українського ринку цукру. Ось уже кілька років Україна виступає імпортером цукру-сирцю. В ситуації, коли країна імпортує, ціни в середині країни виводяться з цін на світовому ринку і котируються на рівні, який з урахуванням витрат на збут та сплату мита на імпорт перевищує рівень цін на світовому ринку. У минулому це призвело до того, що ціни в Україні на білий цукор зросли від 350 дол./т до більше ніж 450 дол./т. До того ж в минулі роки регулярно вводились пільгові імпортні квоти, які дозволяли цукровим заводам закуповувати цукор-сирець на світовому ринку, переробляти його і продавати білий цукор в Україні.

Така політика з багатьох причин створює важко передбачуваний ризик для учасників ринку, який не можливо компенсувати і через ф'ючерсну біржу. Ризик полягає, по-перше, в тому, що не можливо передбачити, коли точно квоти можуть бути введені, по-друге, існує непевність стосовно того, коли квота буде відкрита. Проте, в першу чергу, не зрозуміло, чи скористаються квотою підприємства, яким вона була

[2] Німецька консультативна група неодноразово вказувала на те, що повна відмова від втручань в роботу ринків важлива також з огляду на ряд інших причин.

виділена, а якщо скористаються, то коли. Як представлено в роботі ХТО ВІД НИХ ВИГРАЄ І КОМУ ВОНИ ШКОДЯТЬ – ІМПОРТНІ ТАРИФИ ТА ПІЛЬГОВІ ІМПОРТНІ КВОТИ НА ЦУКОР І ЗЕРНО В УКРАЇНІ (Штріве 2001, с. 150-160)[3], підприємства, яким була виділена квота, впливали на українські ціни на цукор, визначаючи час та обсяг продажу цукру.

Якби в Україні існувала ф'ючерсна біржа і можна було торгувати контрактами на білий цукор, то ці підприємства мали б можливість отримати високі прибутки за рахунок інших учасників ринку. Вони можуть спершу зменшити пропозицію, не продаючи цукор, придбаний за квотою. Це приведе до підвищення ціни як на спотовому ринку, так і на біржі. В цей час вони можуть хеджувати на біржі, продавати ф'ючерси і забезпечувати собі високу ціну. На третьому етапі вони можуть продавати білий цукор, придбаний завдяки імпортній квоті. Хоча тоді ціни впадуть, ці підприємства отримають на ф'ючерсному ринку дуже високий прибуток. Наслідком цього може бути те, що інші учасники ринку у майбутньому не будуть більше використовувати біржу для страхування ціни, тому що вони зазнаватимуть збитків. Ф'ючерсний ринок для цукру за таким сценарієм навряд чи буде функціонувати, це означає, що не буде досягнуто необхідного обсягу торгівлі. З цього можна зробити висновок, що політичні ризики протидіють розвитку функціонуючого ф'ючерсного ринку і що Україні необхідно відмовитись від таких інструментів.

З прийняттям рішення про створення ф'ючерсної біржі Україна повинна відмовитись також від будь-яких планів про створення інтервенційної системи на зразок тої, яка існує в ЄС. Обидві системи не можна змішувати (див. схему 1). Це чітко видно з європейського досвіду, згідно якого функціонуючий ф'ючерсний ринок можна створити лише для тієї продукції, яка не підлягає або підлягає лише незначною мірою інтервенційним втручанням на ринки, як, наприклад, на ринках свинини, картоплі і рапсу, чи захищеному від інтервенцій ринку кормової пшениці в Лондоні. Ф'ючерсні контракти на продукти, які зазнають впливу інтервенції, навпаки поки-що малоуспішні, як, наприклад, контракти на пшеницю в Ганновері чи на біржі MATIF в Парижі.

3 Створення ф'ючерсної біржі в Україні потребує ретельного планування та часу!

Створення ф'ючерсної біржі в Україні є складним завданням, яке потребує ретельного планування та забере багато часу. Через те, що залишається ще багато нез'ясованих деталей, ця робота не може замінити дослідження про реальність проекту і не може надати технічні деталі для створення ф'ючерсної біржі. Замість цього необхідно на прикладі утворення ф'ючерсної біржі (ФБ) в Ганновері (Німеччина) розглянути, які завдання потрібно виконати та які перешкоди усунути на цьому шляху. Але Україні, як і іншим країнам, не обійтися без професійних консультацій міжнародних підприємств та відомих ф'ючерсних бірж.

3.1 Створення ф'ючерсної біржі в Ганновері та її уроки для України

Починаючи з вступу у дію закону від 1897 року ф'ючерсна торгівля сільськогосподарськими продуктами була забороненою в Німеччині до початку 1990-х років. Від часткової лібералізації спільної аграрної політики ЄС (САП) в рамках так званої реформи МакШеррі очікувалось зростання коливання цін на сільськогосподарські продукти (зниження інтервенційних цін та тимчасове обмеження інтервенцій). Звідси

[3] Опубліковано в книзі Фон Крамон-Таубаделя, С., С. Зорі та Л. Штріве. "Політика та розвиток сільського господарства в Україні". Київ, 2001.

виникла зростаюча потреба в таких ринкових інструментах для уникнення цінових ризиків, які пропонує ф'ючерсна біржа.

Першим кроком на шляху створення ф'ючерсної біржі було заснування Робочої групи по ф'ючерсній біржі (РГФБ) такими німецькими об'єднаннями як Спілка фермерів, Спілка німецьких хліботорговців, Спілка товариств селянської взаємодопомоги. РГФБ займалась активним лобіюванням з метою зміни законодавства, щоб майже через 100 років знову зробити можливою ф'ючерсну торгівлю в Німеччині. Це сталось у 1994 році, коли був схвалений закон про скасування заборони ф'ючерсної торгівлі і про її регулювання. **Проте пройшло ще чотири роки, перш ніж на ф'ючерсній біржі в Ганновері вперше розпочали торгівлю контрактами.**

Першим важливим кроком при цьому було заснування Товариства сприяння ф'ючерсній біржі (ТСФБ), мета якого полягала в тому, щоб створити передумови для роботи біржі, поширювати інформацію про принцип її дії та пропонувати навчальні курси, присвячені ф'ючерсній біржі. Окрім цього, ТСФБ, представники деяких банків, Земельного уряду в Ганновері та Ганноверської біржі об'єднались в робочу групу, з якої в свою чергу була організована Группа дослідження проектів, якій було доручено розробити детальне дослідження щодо організації торгівельної та клірингової системи, розробити правові рамки для учасників біржі та ф'ючерсної торгівлі, план фінансування та план бюджету, а також календарний план імплементації біржі. До того ж, необхідно було підготувати список учасників у статутному фонді. Групі дослідження проектів було надано бюджет у розмірі 1,5 млн. нім. марок, після чого вона змогла під керівництвом приватного консалтингового підприємства, у якого був досвід в галузі ф'ючерсних ринків, проводити відповідні дослідження.

Результати дослідження було представлено в листопаді 1995 року і вони містили наступну інформацію:

1. Коли слід засновувати ф'ючерсну біржу та коли слід розпочинати торгівлю. (Тоді очікувалось, що пройде щонайменше 15 місяців перш ніж розпочнеться торгівля, але фактично пройшло ще 30 місяців перш ніж вона розпочалась).
3. Яку торгівельну платформу слід використовувати, електронну чи так звану пітову (pit-trading) (у Ганновері було прийнято рішення на користь електронної торгівельної платформи).
2. Оцінка необхідного бюджету, яка дорівнювала приблизно 15 млн. нім. марок.

3.2 Дослідження реальності проекту в Україні

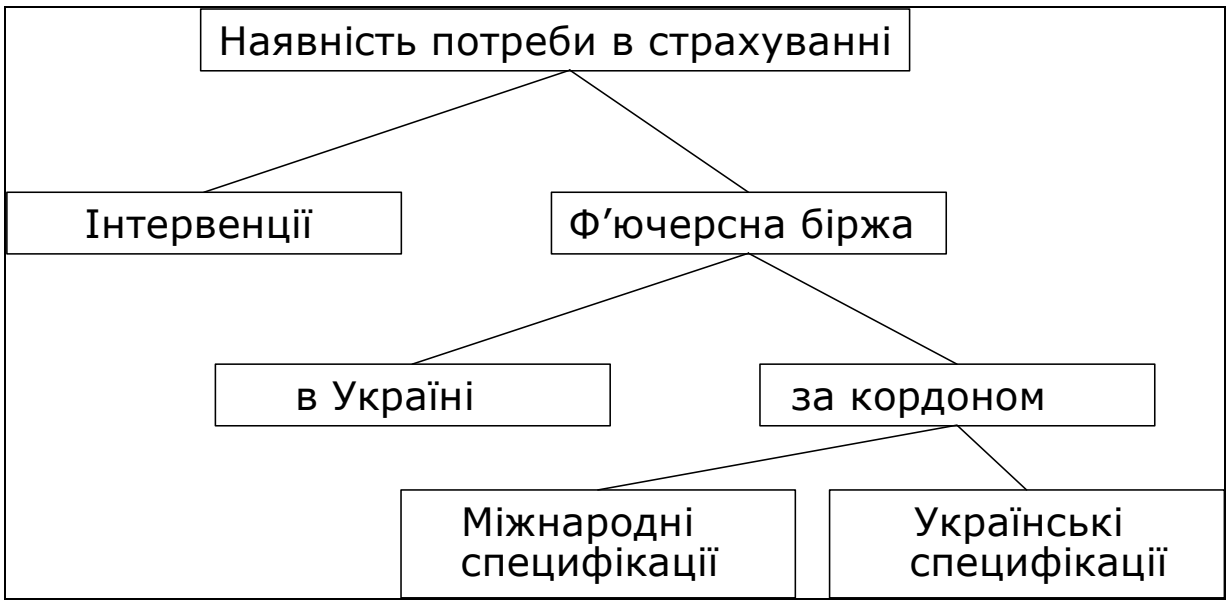
Плани про створення ф'ючерсної біржі в Україні існують щонайменше з 1996-го року. Chemonics Internationl Cooperation вже розробила дослідження "Товарообмін в Україні: аналіз діяльності, правові рамки та перспективи їх розвитку", в якому розглядаються також принцип дії та можливості створення ф'ючерсного ринку. Спираючись на це дослідження інше розширене дослідження має з'ясувати цілий ряд питань:

1. **Чи насправді потрібна Україні власна ф'ючерсна біржа?** Це питання важливе для України з двох причин. По-перше, поки що немає ніяких гарантій того, що фактичний торгівельний обсяг на українській біржі буде достатньо великим, щоб покрити витрати, пов'язанні зі створенням та роботою біржі. Не виключено, що така біржа в Україні в середній та довготерміновій перспективі працюватиме нерентабельно. З цієї причини важливо, щоб можливий торгівельний обсяг оцінила незалежна сторона. Але навіть тоді, коли прогнозований обсяг торгівлі вважатиметься достатнім як для біржі в Україні, необхідно відповісти на питання, чи

насправді потрібна Україні власна ф'ючерсна біржа.[4] Це представлено на схемі 1. На схемі показано, що Україна повинна вибрати між системою інтервенцій на ринки або ф'ючерсною торгівлею (див. розділ 2.3). Якщо ф'ючерсна торгівля стане дозволеною, контрактами можна буде торгувати на українській біржі або на інших біржах за кордоном. **При цьому можливі дві альтернативи**:

А. Коли українські ринки будуть достатньо інтегровані в світові ринки, українські трейдери зможуть страхувати свій товар на інших біржах світу. В принципі, це можливо уже зараз. Але звичайно ж у такому варіанті залишається високим базисний ризик.

Схема 1: Можливості страхування ціни в Україні



Б. Ф'ючерсними контрактами з українською специфікацією можна було б торгувати також за межами України. Якщо ці контракти специфіковані для України, тобто мають контрактні специфікації однакові чи подібні до тих контрактів, якими будуть торгувати на біржі, створення якої планується в Україні (поставка в певну точку в Україні, типова для України специфікація якості), тоді цим контрактом цілком можливо було б торгувати на якійсь з уже існуючих бірж за межами України. Валютою ф'ючерсу на рапс, яким торгують на біржі MATIF в Парижі, до створення валютного союзу була, наприклад, німецька марка, а місцем поставки може бути Німеччина. Переваги очевидні: по-перше, Україні не потрібно створювати власну ф'ючерсну біржу. Це дасть змогу заощадити гроші, а також дуже багато часу. Таким чином, українські учасники ринку зможуть раніше скористатись цим інструментом. По-друге, буде використовуватись не тільки інфраструктура, але й репутація існуючої біржі. Цей пункт особливо важливий, оскільки до української біржі багато міжнародних підприємств, а також спекулянтів, які мають важливе значення для роботи біржі, ставилися б з великою обережністю, побоюючись впливу політики чи інших впливових економічних кіл на діяльність біржі.

[4] Через велику кількість бірж в Західній Європі (Париж, Лондон, Амстердам, Ганновер, Будапешт та ін.) багато експертів очікують консолідації, тобто злиття або більш тісної співпраці бірж.

Проте при такому підході існують також і проблеми: необхідно, принаймні, врегулювати збалансування ліквідності з біржею, що працює в сусідній країні і т.п.

2. **Де має розміщуватись українська біржа?** Якщо Україна прийме рішення на користь створення власної біржі, тоді необхідно з'ясувати, де її слід розташовувати. При цьому необхідно врахувати кілька аспектів. Так, біржу слід розміщувати у важливому торгівельному центрі країни, де існує також необхідна інфраструктура. Там повинні бути наявними банки, які виконуватимуть роль клірингового дому. Через це місцем розташування біржі може бути якесь одне з великих українських міст.

3. **Хто має бути засновниками української біржі?** Заснуванням біржі може займатись з одного боку держава, але також і приватні інвестори. Історично склалось так, що в насамперед в Північній Америці біржа розвивалась завдяки приватній ініціативі трейдерів, в той час як у Європі вони створювались та працювали в більшій чи меншій мірі під контролем держави. Таким чином, можна розрізняти дві форми бірж. До першого типу відносяться приватні ф'ючерсні біржі, організовані в формі акціонерних товариств, які працюють більш-менш незалежно. Принаймні, вони підлягають в меншій мірі державному нагляду у порівнянні з другим типом, тому що багато наглядових функцій здійснюються біржею чи пов'язаними з нею інституціями. Доступ до цих бірж можливий лише її членам, кількість яких обмежена. Структуру таких бірж характеризують як партнерство власників акцій, це означає, що капітал розділений на акції (сертифікати), при чому кожен член володіє щонайменше одним сертифікатом, який дозволяє йому здійснювати операції на біржі.
   До другого типу відносяться державні біржі, діяльність яких базується на державних законах та регулюючих положенням для ф'ючерсних ринків. На цих біржах право здійснення операцій надається як членам біржі, так і особам, які отримали запрошення. Такі біржі типові для Європи.

4. **Які банки мають виконувати роль клірингового дому?** Кліринговий дім забезпечує фінансову інтегрованість контрактів, якими торгують на ф'ючерсній біржі. Це забезпечується, як представлено в роботі Q11, шляхом отримання на біржі маржі від трейдерів. Окрім цього кліринговий дім регулює виконання контрактів і виступає в ролі покупця для всіх продавців на біржі та як продавець для всіх покупців цих контрактів, а це означає, що трейдер на біржі не має фінансового зобов'язання перед іншим трейдером, він відповідає лише перед біржею. Цим кліринговий дім гарантує інтегрованість кожної операції. Окрім цього кліринговий дім відповідає за біржове котирування. Виконання такого центрального для ф'ючерсної біржі завдання може взяти на себе такий банк, який може гарантувати абсолютно безперебійне здійснення цих функцій. Навіть незначні помилки можуть негативно вплинути на репутацію біржі та зашкодити її успіху. Наразі буде проблематично знайти український банк, який би міг зробити необхідну експертизу можливості виконання функцій клірингового дому. Тому необхідно зважити, чи не варто залучити якийсь міжнародний банк, наприклад ЄБРР, до планування створення ф'ючерсної біржі.

5. **Яку торгівельну платформу слід обрати?** Традиційно торгівля ф'ючерсними контрактами відбувається у спеціальній біржовій залі (так званий pit), в якому трейдери за допомогою жестів чи інших засобів комунікації здійснюють торгові операції. Ця система ще використовується, наприклад, на CBoT та інших

американських і деяких європейських біржах. На відмінну від цього в Ганновері було введено електрону торгівельну платформу, яка дозволяє, здійснювати операції на біржі з різних місць всередині країни та за її межами. Комп'ютерна програма при цьому зводить попит та пропозицію.

6. **Як створити брокерську систему?** Хеджери та спекулянти, як правило, особисто не беруть участі в роботі біржі. Для здійснення своїх операцій зі ф'ючерсами, вони користуються послугами учасників біржі, які за їх доручення ведуть торги. Підприємства чи особи, які ведуть торги за дорученням хеджерів чи спекулянтів називаються брокерами. Для ф'ючерсної біржі важливо створити брокерську систему, яка, з одного боку, має бути достатньо широкою, щоб зробити можливим доступ до біржі для всіх учасників ринку на прийнятних умовах. Це означає ніщо інше, як наявність кількох оферентів брокерських послуг на ринку та пов'язану з цим конкуренцію серед цих фірм. З іншого боку, біржа має приділяти увагу тому, щоб на ринку діяли лише серйозні брокери, які б могли зробити необхідну експертну оцінку та виконували перед учасниками ринку свої обов'язки стосовно інформування і були фінансово інтегрованими. Отже брокерів слід відповідним чином вибирати, навчати, сертифікувати та контролювати їх діяльність.

7. **Як громадськість та учасники ринку можуть отримати інформацію про біржу?** Як і в Німеччині, в Україні при створенні ф'ючерсної біржі можна очікувати серйозні застереження з боку громадськості, а також з боку потенційних учасників ринку. Це пояснюється дефіцитом інформації про біржу (стосовно цього питання див. роботу Q11). З цієї причини для успішного впровадження біржі важливо надавати об'єктивну інформацію про можливості та обмеження ф'ючерсної торгівлі. При цьому необхідно як коригувати перебільшенні очікування від створення біржі – біржа, наприклад, не пропонує інтервенційної системи, через біржу також не можливо стабілізувати ціни, так і розвіювати побоювання.

8. **З яких продуктів слід починати торгівлю ф'ючерсними контрактами на біржі і як оформлювати специфікації до контрактів?** Успіх української ф'ючерсної біржі залежить значним чином від того, які продукти буде вибрано для торгівлі і як будуть оформлюватись специфікації до контрактів. Для торгівлі не всі продукти підходять в однаковій мірі. Так, важливими критеріями успішності чи неуспішності торгівлі є можливість стандартизувати продукти, оцінка обсягу ринку та очікувані коливання ціни, що детально розглядалось у 2-й главі, та ступінь цінової інтеграції продукту в Україні. Важливо також, в якій валюті котируватимуться ф'ючерсні контракти в Україні. Зрозуміло, що в Україні торговельні контракти повинні котируватися в гривнях. Але при цьому для іноземних учасників ринків виникнуть щей валютні ризики. Для вирішення цього питання на інших біржах світу існують ф'ючерсні ринки, на яких можна застрахуватися від змін обмінного курсу. В Україні такого ринку не існує, тому для міжнародних учасників українські біржі навряд чи будуть дуже привабливими.

Перелік принаймні однієї частини питань, що стосуються створення біржі, показує насамперед наступне: створення потребує часу! Кожна помилка, викликана браком ретельності при плануванні, може на довгий час зашкодити успіху ф'ючерсної біржі. Досвід Німеччини показує, що фермери, трейдери та широка громадськість саме на початковому етапі дуже критично ставились до біржі. Якби при цьому виникли помилки чи якісь відхилення від правил, критики відчували б, що підтверджуються їх підозри в тому, що на біржі "малих" використовують "великі". Серйозність біржі є абсолютною необхідністю. Якщо з'являться бодай лише чутки про те, що існує

інсайдерна торгівля, що ринки зазнають свідомого впливу з боку деяких учасників ринку або, що існують домовленості про ціну, репутація біржі всередині країни та за її межами впаде, а сама вона буде приречена на невдачу. Тому вирішальне значення має те, щоб уже при заснуванні групи дослідження проекту, а пізніше при виборі одного чи кількох банків, які візьмуть на себе клірингову функцію, була гарантована прозорість та серйозність. Біржа, якщо вона працює за міжнародними стандартами, може стати важливою зв'язуючою ланкою між українським та світовими ринками, але також може бути приреченою на малозначущість, якщо це не трапиться.

4 Резюме

Започаткування ф'ючерсної торгівлі в Україні або створення ф'ючерсної біржі є програмним рішенням і має набагато далекосяжніші наслідки, ніж це здається на перший погляд. Ф'ючерсна біржа не може функціонувати, якщо держава активно втручається в роботу ринків, тому що це створює високий політичний ризик для ф'ючерсної торгівлі, ризик, який учасники ринку не можуть вирахувати. Тому не має сенсу, з одного боку, вести дебати про інтервенційну систему за прикладом ЄС, а з іншого боку, намагатись створити в Україні ринок ф'ючерсної торгівлі. **Як показано в цій роботі, рішення про створення ф'ючерсної біржі є одночасно рішенням про відмову від активної інтервенційної політики на відповідних ринках.**

В цьому полягає також великий шанс, тому що ф'ючерсна біржа може сприйматись як свого роду самозобов'язання України відмовитись у майбутньому від цих інструментів. Подібно до запланованого вступу України до СОТ створення ф'ючерсної біржі буде рішенням, яке вкаже аграрному сектору України на довготерміновий напрямок. Це важливо для всього аграрного сектору, який зможе орієнтуватись на стабільні рамкові умови.

Створення української ф'ючерсної біржі, виходячи з досвіду Німеччини, займе дуже багато часу і потребуватиме старанного планування. Кожна помилка може надовго зашкодити успіху ф'ючерсної біржі, при цьому слід враховувати наступні аспекти та з'ясувати наступні питання:

1. Однією з основних передумов можливості страхування цін на ф'ючерсній біржі є інтегрованість ринків, що означає те, що зміна цін в одному регіоні повинні якомога швидше відображатись у зміні цін у тому ж напрямку та розмірі в іншому регіоні. Без такої цінової інтеграції торгівля на ф'ючерсній біржі буде обтяжена додатковим ризиком, так званим базисним ризиком. В Україні, з одного боку, можливі втручання місцевих держадміністрацій в роботу ринків, а з іншого, все ще відносно високі витрати торгівлі сільськогосподарськими продуктами призводять до того, що ціни менш інтегровані, ніж в інших країнах. Для успіху ф'ючерсної біржі неодмінно потрібно, щоб у майбутньому незалежно від умов відмовились від втручань в роботу ринків, від місцевих торгівельних бар'єрів, а також від інтервенцій на ринки з боку центрального уряду.

2. Необхідно з'ясувати питання, чи насправді потрібна Україні власна ф'ючерсна біржа, чи, можливо, Україні буде достатньо торгувати специфікованими для України контрактами на інших європейських біржах. Перевагами при цьому буде те, що Україні не потрібно буде створювати власну ф'ючерсну біржу, а можна буде використати інфраструктуру та репутацію існуючої біржі.

3. Якщо Україна прийме рішення на користь створення власної біржі, необхідно з'ясувати питання, де її слід розмістити. При цьому необхідно врахувати багато аспектів. Так, біржа має розміщуватись у важливому торгівельному центрі країни, де

є необхідна інфраструктура, існують банки, які можуть взяти на себе роль клірингового дому і т.п. Через це місцем розташування біржі може бути якесь одне з великих українських міст.

4. Необхідно з'ясувати, хто буде засновниками української біржі та яку роль у цьому процесі відіграватиме держава.

5. Велике значення для фінансової інтегрованості та репутації біржі має клірингoвий банк. Цю функцію може взяти на себе тільки той банк, який може гарантувати абсолютно безперебійне здійснення цих функцій. Здається доцільним залучення до цього завдання міжнародного банку, наприклад, ЄБРР, який має досвід.

6. Вибір торгівельної платформи також важливий. При цьому Україна може вибирати між традиційною системою, при які торгівлю ведуть люди у спеціальній біржовій залі (так званий pit), або електронну систему, яка, наприклад, була інстальована на ФБ в Ганновері, і яка дозволяє вести біржові торги з різних точок всередині країни.

7. Необхідно впровадити також брокерську систему, тому що хеджери та спекулянти, як правило, не беруть особистої участі в роботі біржі. Для цього необхідно розробити відповідні директиви стосовно надання дозволу для роботи брокерів та здійснювати їх професійну підготовку. Для успіху біржі це знову ж таки має велике значення, тому що біржа отримає визнання лише в тому випадку, коли брокери будуть серйозними професіоналами та зможуть зробити необхідну експертну оцінку.

8. Як і в Німеччині, при створенні ф'ючерсної біржі в Україні, слід очікувати серйозні застереження не лише з боку громадськості, але також і серед потенційних учасників ринку. Це пов'язано в першу чергу з дефіцитом інформації про біржу. Тому для успішного впровадження біржі важливо надавати об'єктивну інформацію про можливості та обмеження ф'ючерсної біржі. При цьому необхідно як коригувати перебільшенні сподівання від створення біржі – біржа не пропонує інтервенційної системи і не варто розраховувати на стабілізацію цін за допомогою біржі, – так і розвіювати побоювання.

9. Успіх української ф'ючерсної біржі залежить значною мірою від того, які продукти будуть вибрані для торгівлі та як будуть оформлюватись специфікації до контрактів. Не всі продукти підходять в однаковій мірі для початку торгівлі. Українській біржі не варто розпочинати роботу одночасно з надто великим списком продуктів, спочатку слід торгувати тими продуктами, від яких можна очікувати найбільшого торгівельного обороту.

Л. Ш., Рецензенти Ш. ф. К.-Т., Р. Д.

Лютий 2002 р.