

3. Москвин, В. А. Кредитование инвестиционных проектов. Рекомендации для предприятий и коммерческих банков / В. А. Москвин. — М. : Финансы и статистика, 2001. — 267 с.

Moskvin, V. A. Kreditovanie investitsionnykh proektov. Rekomendatsii dlya predpriyatiy i kommercheskikh bankov / V. A. Moskvin. — M. : Finansy i statistika, 2001. — 267 s.

4. Шаталова, Е. П. Оценка кредитоспособности заемщиков в банковском менеджменте : учебник для вузов / Е. П. Шаталова, А. Н. Шаталов. — М. : КноРус, 2012. — 168 с.

Shatalova, E. P. Otsenka kreditosposobnosti zaemshchikov v bankovskom menedzhmente : uchebnik dlya vuzov / E. P. Shatalova, A. N. Shatalov. — M. : KnoRus, 2012. — 168 s.

Статья поступила в редакцию 08.12.2017 г.

УДК 336.7

A. Berzin
BSEU (Minsk)

PROBLEMS OF THE DOMESTIC DERIVATIVES MARKET AND APPLICATION OF FUTURES IN HEDGING OPERATIONS

The article deals with theoretical issues that determine the essence and role of derivative financial instruments, justifies the need to apply futures in hedging transactions; the state of futures trading in the world and domestic markets is analyzed; the estimation of problems of development of the futures market in the Republic of Belarus is given.

Keywords: derivative financial instrument (DFI); derivatives; futures market; securities; futures; underlying asset; hedging; risk; liquidity; profitability; exchange transactions.

<http://edoc.bseu.by>

Е. В. Берзинь
кандидат экономических наук, доцент
БГЭУ (Минск)

ПРОБЛЕМЫ ОТЕЧЕСТВЕННОГО РЫНКА ДЕРИВАТИВОВ И ПРИМЕНЕНИЯ ФЬЮЧЕРСОВ В ОПЕРАЦИЯХ ХЕДЖИРОВАНИЯ

В статье рассматриваются теоретические вопросы, определяющие сущность и роль производных финансовых инструментов, обосновывается необходимость применения фьючерсов в операциях хеджирования; анализируется состояние торговли фьючерсами на мировом и отечественном рынках; дается оценка проблем развития срочного рынка в Республике Беларусь.

Ключевые слова: производный финансовый инструмент (ПФИ); деривативы; срочный рынок; ценные бумаги; фьючерс; базовый актив; хеджирование; риск; ликвидность; доходность; биржевые операции.

Производные финансовые инструменты (ПФИ) (деривативы), как известно, выполняют две основные функции — функцию хеджирования и максимизации доходности (спекулятивную). ПФИ являются самыми высокодоходными инструментами на рынке ценных бумаг, благодаря чему они используются в спекулятивных сделках, в максимизации доходности торговых операций участников рынка. При этом последние сознательно принимают рыночные риски, с которыми сопряжена торговля ПФИ. Возможность извлечения прибыли имеется также при наличии разницы в ценах на срочном рынке и спот-рынке на один и тот же базовый актив. Для обозначения одновременных

операций на разных рынках используется специальный термин — арбитраж, а участники рынка, совершающие такие сделки, называются арбитражерами. Грамотно выстроенная арбитражная стратегия позволяет получить прибыль вне зависимости от поведения рыночных цен.

Однако важность развития отечественного срочного рынка и его отдельных инструментов, по нашему мнению, обусловлена не спекулятивным характером ПФИ, а прежде всего возможностью их применения с целью предупреждения финансового риска и уменьшения возможных потерь, вызванных его реализацией, выражаемой в возможности хеджирования (от англ. *hedging* — ограждение, страхование от возможных потерь) — особой форме страхования цены, процентной ставки, валютного курса и других переменных, влияющих на результативность деятельности экономических субъектов. Вопрос нейтрализации рисков и использование ПФИ актуален прежде всего для организаций, осуществляющих внешнеторговые операции, которые наиболее подвержены ценовым и валютным рискам. Деривативы позволяют им избежать возможных убытков при неблагоприятном изменении валютного курса, а также упростить планирование ключевых экономических показателей благодаря фиксации валютного курса на ближайшую перспективу.

Необходимость хеджирования валютных рисков обосновывается еще и тем фактом, что начиная с 2015 г. в Республике Беларусь реформированы подходы к курсообразованию: Национальный банк перешел на систему привязки белорусского рубля к корзине валют, произошел переход к механизму проведения валютных торгов в форме непрерывного двойного аукциона. До этого времени торги происходили в режиме фиксинга, что давало возможность участникам рынка отследить, какие объемы валют и какие цены предлагаются в заявках и тем самым спрогнозировать исход аукциона. Непрерывный двойной аукцион, с одной стороны, позволил обеспечить рыночное курсообразование и гибкость валютного курса, а также максимально ограничить вмешательство регулятора в рыночные процессы, поскольку курс на сегодня устанавливается на основании баланса спроса и предложения с минимальным вмешательством Национального банка.

С другой стороны, волатильность курса в таких условиях возросла, а вслед за ней увеличились и риски участников рынка. Кроме того, зависимость белорусской экономики от внешних факторов остается высокой, что оказывает существенное давление на курс национальной валюты и недооценка роли деривативов в системе управления рисками организаций может привести к неблагоприятным результатам в их хозяйственно-финансовой деятельности.

Существующие в настоящее время проблемы и особенности торговли ПФИ в Республике Беларусь, характеризующиеся в первую очередь низкой ликвидностью и отсутствием широкого разнообразия инструментов, а также наличие законодательных барьеров, сдерживающих развитие данного рынка, обуславливают необходимость на начальном этапе развития именно фьючерсной торговли, поскольку фьючерсы наиболее простые и доступные из всех видов деривативов, они понятны большинству участников рынка и по этой причине могут более успешно внедряться в практику биржевой торговли и использоваться для управления рисками.

Вариантов хеджирования при помощи фьючерсных контрактов (в сравнении с опционами) немного, по сути все операции с их применением условно делятся на два направления:

1) продажа фьючерса («короткий хедж»). Используется в том случае, когда участник рынка имеет в распоряжении какой-либо актив и планирует его продать в будущем, соответственно для него существует риск снижения стоимости актива;

2) покупка фьючерса («длинный хедж»). В этом случае перед инвестором стоит задача покупки актива в будущем и существует риск повышения его цены, в связи с чем он выбирает «длинное» хеджирование.

Хеджирование состоит из двух этапов: первоначально происходит открытие позиции, на втором этапе инвестор закрывает открытую позицию, совершая офсетную (обратную) сделку. Классическое хеджирование предполагает, что позиции на рынке основного актива и фьючерсном рынке должны быть идентичными (позиция по активу на спотовом рынке хеджируется фьючерсом, имеющим в основе тот же базовый актив), при этом совпадают срок его поставки и количество. Но возможно также использование и частичного хеджирования (например, когда позиция на спотовом рынке хеджируется фьючерсной на 50 %), или кросс-хеджирования. Последнее применимо в случае, когда на фьючерсном рынке нет соответствующего контракта с подходящим базовым активом. Кросс-хеджирование подразумевает сделку с фьючерсом на схожий по своим характеристикам базовый актив.

Несмотря на ограниченные возможности фьючерсов в операциях хеджирования, популярность этих инструментов в мире с каждым годом возрастает, о чем свидетельствуют статистические данные Всемирной федерации бирж (World Federation of Exchanges, WFE) и Банка международных расчетов (Bank for International Settlements, BIS). По данным Всемирной организации бирж оборот по фьючерсам в 2016 г. составил около 1,9 трлн дол. США, а средневзвешенный оборот — 5,152 млрд дол. США.

На сегодняшний день в мире насчитывается 37 бирж, специализирующихся на торговле фьючерсами, прежде всего такими, как фьючерсы на акции, индексные фьючерсы, фьючерсы на биржевой инвестиционный фонд, процентные фьючерсы, товарные фьючерсы и валютные фьючерсы. На рис. 1 представлена структура международной биржевой торговли деривативами в 2016 г.

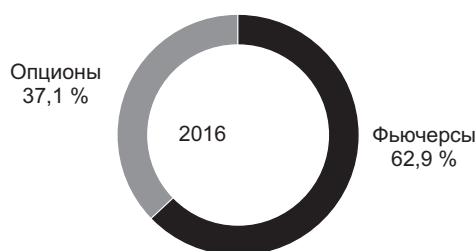


Рис. 1. Структура международной биржевой торговли деривативами в 2016 г., %

Источники: разработано автором на основе [1].

В соответствии с данными Всемирной федерации бирж в 2016 г. на мировом биржевом рынке заключены 23,7 млрд контрактов с деривативами, из них 14,9 млрд контрактов пришлось на фьючерсы, что составляет 62,9 %, на долю опционов соответственно приходится 8,8 млрд контрактов, что составляет 37,1 %.

Динамика количества фьючерсных сделок в 2012–2016 гг. изображена на рис. 2, из которого видно, что в период с 2012 по 2016 г. на международном рынке фьючерсов происходил ежегодный рост. Причем в 2016 г. темп прироста количества сделок составил наибольшее значение — 23,94 %. В целом за период с 2012 по 2016 г. количество сделок выросло на 52,87 %.

Структура международного фьючерсного рынка представлена различными видами базового актива: товарный фьючерс — 43,03 %, далее следует процентный фьючерс — 18,31 %, индексный фьючерс — 17,47 %, валютный фьючерс — 15,47 %, фьючерс на акции — 5,69 %.



Рис. 2. Динамика количества фьючерсных контрактов в 2012–2016 гг., %

Источники: разработано автором на основе [2].

Положительная динамика показателей фьючерсной торговли в мире свидетельствует о том, что интерес участников рынка в отношении этого инструмента по-прежнему остается очень высоким, хотя следует признать, что большая часть этих сделок носит спекулятивный характер и позиции открываются с целью максимизации доходности операций трейдеров, а не с целью хеджирования. Вместе с тем увеличение объемов торговли и введение новых видов базовых активов способствуют балансировке цен на спотовом рынке, снижению волатильности биржевых инструментов, служащих в качестве базовых активов контрактов.

Ярким свидетельством того, что фьючерс сохраняет ведущие позиции на срочном рынке является тот факт, что именно этот вид дериватива используется в качестве пробного инструмента при введении новых видов базовых активов. Так, стремительный рост рынка криптовалют и непредсказуемость их ценообразования привели к необходимости внедрения в биржевую торговлю нового вида фьючерсных контрактов, базовым активом которых служат криптовалюты. Комиссия по срочной фьючерсной торговле сырьевыми товарами США (CFTC) в конце 2017 г. разрешила биржам Chicago Mercantile Exchange (CME) и CBOE Futures Exchange запустить фьючерсы на биткоин. Крупнейшая американская биржа Nasdaq, специализирующаяся на акциях высокотехнологичных компаний, также вводит фьючеры на биткоин. Возможность запуска торгов фьючерсным контрактом, базовым активом для которого будет выступать индекс биткоина, рассматривает и Московская биржа. Запуская контракты на биткоин, биржи планируют снизить риск колебания стоимости криптовалют, а учитывая их постепенную легализацию в разных странах, можно предположить, что этот сегмент рынка в ближайшее время будет активно расти.

В Республике Беларусь сегодня функционирует секция срочного рынка ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» (БВФБ). Номенклатура данного рынка представлена фьючерсными контрактами: на курс доллара США к белорусскому рублю; на курс евро к белорусскому рублю; на курс российского рубля к белорусскому рублю; на курс евро к доллару США, устанавливаемый Европейским центральным банком; на цену золота; на цену серебра. По состоянию на 01.01.2017 г. членами секции срочного рынка являлись 29 юридических лиц, 21 банк и 8 иных профессиональных участников рынка ценных бумаг, не являющихся банками [3].

Динамика развития белорусского срочного рынка, анализ которой проведен на основе данных срочного рынка БВФБ, представлена на рис. 3.

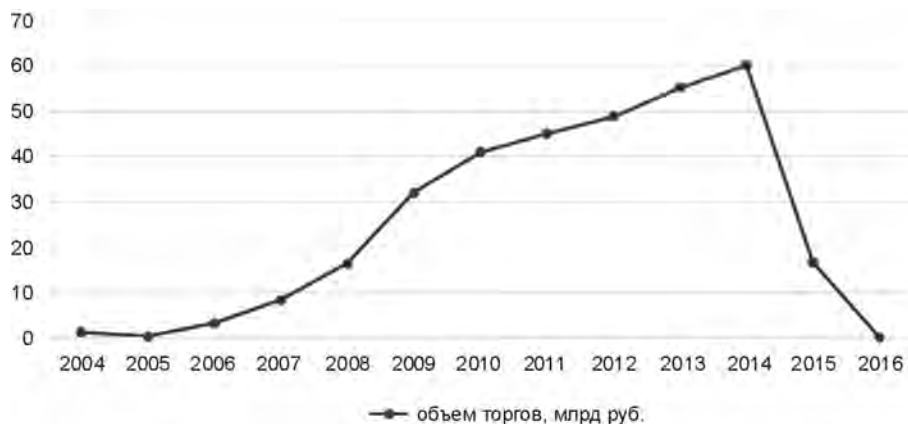


Рис. 3. Динамика объема торгов фьючерсами в 2004–2016 гг., млрд руб.

Источники: разработано автором на основе [4].

Из данных рис. 3 видно, что этот сегмент рыночной торговли на сегодняшний день практически отсутствует. До 2014 г. он характеризовался положительной динамикой, что можно объяснить снижением курса белорусского рубля относительно всех основных валют. Пик активности сделок наблюдался в 2014 г., когда оборот срочной секции БВФБ достиг 50 млрд руб., далее последовал значительный спад торговли и в 2016 г. не было зафиксировано ни одной фьючерсной сделки.

Анализ белорусского валютного срочного рынка показывает его абсолютную неликвидность, поскольку сделки на нем до 2011 г. заключались всего 3–4 дня в году, за 2012 и 2013 гг. — только по 2 дня, а в 2014 и 2015 гг. — один день. Это не дает возможности участникам срочного рынка быть уверенными в том, что в нужный момент они смогут заключить необходимую сделку, также абсолютно исключается возможность эффективно хеджировать на белорусском валютном срочном рынке даже те риски, инструменты для которых уже разработаны.

Не лучше обстоят дела с товарными фьючерсами. До 2015 г. в секции срочного рынка БУТБ обращались расчетные фьючерсные контракты: на стальной круг; на арматуру; на Индекс цен нефтепродуктов СПбМТСБ — Регуляр-92. Однако объем сделок с ними был незначителен и в настоящее время торговля приостановлена.

Единственная возможность хеджирования, которая существует на внутреннем рынке, — это заключение форвардных контрактов, предлагаемых некоторыми банками и другими профессиональными участниками рынка ценных бумаг. Для этих целей ими предлагаются валютные форварды — договоры по обмену одной валюты на другую по заранее согласованному курсу, с отложенной датой исполнения, либо форвардные контракты на продажу или покупку высоколиквидных валютных облигаций с расчетами в валюте денежного потока (выручки) по установленной цене и зафиксированной дате расчета. Такие сделки ориентированы на компании, связанные с внешнеэкономической деятельностью, которые имеют временные разрывы между продажей и производством или покупкой и реализацией продукции по внешнеэкономическим контрактам, а также на заемщиков, чьи денежные потоки не совпадают с валютой займа. Однако основным недостатком форвардов является то, что они заключаются на внебиржевом рынке, не имеют возможности вторичного обращения, что делает процесс хеджирования менее гибким, номенклатура базовых активов у них ограничена. Такая услуга не слишком востребована среди ее потенциальных потребителей из-за того, что у менеджмента пред-

приятый она вызывает недоверие, некоторых отпугивают условия форвардного контракта, в том числе требование уплаты банку штрафа в случае непредставления заявки и неперечисления своевременно продаваемой иностранной валюты, а также наличия явных и скрытых комиссий.

Попытаемся выделить проблемы срочного рынка в Республике Беларусь. Считается, что одним из главных условий развития рынка ПФИ является наличие ликвидного рынка самого базового актива, а его отсутствие не позволяет обеспечить торговлю производными инструментами. Однако в стране имеется достаточно развитый валютный рынок, торги валютами на валютно-фондовой бирже происходят ежедневно, на товарной бирже активно продается сельхозпродукция, металлопродукция и лесопродукция, тем не менее срочные сделки по этим валютам, товарам отсутствуют. К тому же очень часто на биржах обращаются деривативы, в основе которых лежат базовые активы, обращающиеся на зарубежных торговых площадках. Так, на Московской бирже активно продаются фьючерсы на кросс-курсы валют или привилегированные акции Volkswagen. Поэтому неразвитость спотового рынка базовых активов внутри страны нельзя считать основной причиной почти полного отсутствия срочного рынка.

Вместе с тем ряд проблем, на наш взгляд, представляется очевидным. Одна из них состоит в том, что число участников ограничено, право совершения сделок с валютой на бирже предоставлено только банкам, круг которых достаточно узок и они осведомлены о действиях друг друга. Это отчасти является следствием недостаточного развития технической инфраструктуры, в частности современных платформ интернет-трейдинга с предоставлением возможности участия в торгах валютами и ценными бумагами физических лиц. Еще в 2016 г. планировалось внедрение на бирже такой системы, предусматривающей вовлечение на валютный рынок физических лиц, однако до настоящего времени эти планы не реализованы. В то время как во всем мире число частных инвесторов, торгующих на бирже через Интернет, стремительно растет.

За рубежом интернет-трейдинг насчитывает десятки лет, за это время выработаны механизмы совершения сделок на бирже, имеются необходимые программные продукты, предлагается аналитика, доступны инструменты для технического анализа, которые предоставляются инвесторам их брокерам. Физическое лицо вводит заявки через брокера, который представляет его права. Для того чтобы начать инвестировать (на примере российских брокеров), клиенту достаточно открыть счет у брокера, причем это возможно сделать онлайн через учетную запись на сайте госуслуг или выслать копию паспорта и получить СМС подтверждение, после чего на компьютер скачивается и устанавливается специализированная программа — «торговый терминал удаленного доступа на биржи». После подключения к сети Интернет инвестору видны онлайн котировки на финансовые инструменты в цифровом и графическом виде. Терминал отражает «живые» графики движения цен, таблицы сделок, состояние счета и оперативную ленту новостей. Эти данные позволяют трейдеру оценивать текущую ситуацию. Руководствуясь аналитикой и собственными оценками, он принимает решение о совершении сделок и подает соответствующие заявки брокеру. При этом время от отправки поручения на терминале клиента до совершения сделки на бирже исчисляется миллисекундами. На отечественном рынке таких возможностей нет, что существенно ограничивает его ликвидность, причем во всех сегментах.

Непопулярность срочных сделок на белорусском рынке по мнению экспертов обусловлена тем, что недостаточно определен порядок учета операций хеджирования. Если в банковской системе действует ряд нормативных актов, основанных на МСФО, то бухгалтеру промышленного или торгового предприятия сложно вывести проводки по учету форвардов или иных деривативов из норм инструкций, утвержденных постановлением Министерства финансов от 22.12.2006 г. № 164. Есть сложность в определении налоговых последствий операций хеджирования, которые определены для целей обложения

подходящим налогом с физических лиц (п. 7 ст. 160 НК), но при этом не упомянуты в правилах исчисления налога на прибыль для юридических лиц (в гл. 14 НК). Между тем речь идет не только о курсовых разницах, но и о разнице в цене, а также об изменении справедливой стоимости финансовых инструментов срочных сделок. Например, FAS 133 требует, чтобы доходы и убытки по этим инструментам учитывались при расчете прибыли, когда невозможно доказать, что они эффективно страхуют от риска [5].

Таким образом, введение в повседневную практику экономических субъектов операций хеджирования с использованием производных финансовых инструментов является частью комплексной системы мер по управлению риском. Совершение таких сделок обусловлено необходимостью минимизации негативных последствий в результате формирования неблагоприятной рыночной конъюнктуры. Исходя из отмеченных проблем широкое распространение деривативов для хеджирования станет возможным в Беларуси лишь тогда, когда субъекты хозяйствования убедятся в их выгоды и безопасности, будут созданы удобные сервисы, технические возможности осуществления сделок в биржевых торговых системах, определен порядок отражения срочных сделок в отчетности.

Источники

1. Всемирная федерация бирж [Электронный ресурс]. — Режим доступа: www.world-exchanges.org. — Дата доступа: 01.12.2017.
 2. Международный банк расчетов [Электронный ресурс]. — Режим доступа: www.bis.org. — Дата доступа: 01.12.2017.
 3. ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» [Электронный ресурс]. — Режим доступа: www.bcse.by. — Дата доступа: 01.12.2017.
 4. Ассоциация фьючерсной индустрии [Электронный ресурс]. — Режим доступа: www.fia.org. — Дата доступа: 01.12.2017.
 5. Фридкин, Л. Хеджирование по-белорусски: борьба вслепую [Электронный ресурс] / Л. Фридкин // Экон. газ. — 2016. — Режим доступа: <https://neg.by/novosti/otkrytj/hedzhirovanie-po-belorusski---borba-vslepuu>. — Дата доступа: 01.12.2017.
- Fridkin, L. Hedging in Belarusian: a fight in the blind [Electronic resource] / L. Fridkin // The Econ. News. — 2016. — Mode of access: <https://neg.by/novosti/otkrytj/hedzhirovanie-po-belorusski---borba-vslepuu>. — Date of access: 01.12.2017.*

Статья поступила в редакцию 15.12.2017 г.

УДК 336.773

Zh. Bobrovskaya
BSEU (Minsk)

CREDIT SUPPORT OF BELARUSIAN EXPORTS IN THE CONTEXT OF CRISIS CHANGES IN GLOBAL MARKETS

This article characters prevailing conditions and problems, in which export-led economy of the Republic of Belarus. Elicited Directions are proposed and perspectives of formation and development of export-enabling environment of Belarusian economy in the context of influence of external shocks on small open economy of the Republic of Belarus. The conditions and mechanisms for supporting exporters in the countries of the Customs Union are considered. Elicited measures of increase exports will achieve the targets for the development of exports of the Republic of Belarus for the period up to 2020.

Keywords: export; exported enterprises; Commercial Interest Reference Rate; export credit; importer's credit; global markets; countries of the Customs Union; international leasing; small and medium businesses.