

# РАЗВИТИЕ ХЕДЖИРОВАНИЯ И РЫНКА ФЬЮЧЕРСНЫХ КОНТРАКТОВ

## в Республике Беларусь

**Ирина НАСОНОВА**

Эксперт журнала, к.э.н.

АНАЛИЗ МИРОВОЙ ПРАКТИКИ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ФЬЮЧЕРСНЫХ КОНТРАКТОВ, ОБЕСПЕЧИВАЮЩИХ ХЕДЖИРОВАНИЕ (ЗАЩИТУ ОТ ВАЛЮТНЫХ И ЦЕНОВЫХ РИСКОВ), ПОКАЗЫВАЕТ, ЧТО ИХ ИСПОЛЬЗОВАНИЕ, КАК ПРАВИЛО, ЭФФЕКТИВНО НА КОНКУРЕНТНЫХ РЫНКАХ БОЛЬШОЙ ЕМКОСТИ.

Отметим, что биржевой рынок деривативов (производных ценных бумаг) в Республике Беларусь функционирует с 15 октября 2004 г. в рамках секции срочного рынка ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа», а рынок государственных облигаций начал работу еще на 10 лет раньше.

### НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ – БЕЗ ПЕРЕМЕН...

Объединение в рамках одной торговой площадки спот- и форвард-рынков во многом предопределило формирование стартовой номенклатуры финансовых инструментов срочного рынка, первыми из которых стали фьючерсы на курсы доллара США и евро. Для предоставления участникам торгов более широких возможностей по страхованию процентных рисков на финансовом рынке Республики Беларусь в 2005 году на бирже введен в обращение фьючерсный контракт на ставку переменного процентного (купонного) дохода по государственным долгосрочным облигациям Республики Беларусь.

Биржевой рынок срочных контрактов – развивающийся сектор биржевой торговли. На данный момент 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.

Торги инструментами срочного рынка проводятся в электронной торговой системе, которая предоставляет участникам рынка возможность заключения сделок одновременно со всеми инструментами в режиме «непрерывного двойного аукциона». Технология торговли предполагает удаленное участие клиентов в торгах ценными бумагами или с рабочих мест, расположенных на территории биржи. Организация торгов финансовыми инструментами осуществляется в рамках

секции срочного рынка ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа», которая является формой организации профессиональных участников рынка ценных бумаг. Согласно действующему законодательству членство участника в секции срочного рынка организатора торгов является обязательным условием допуска к совершению срочных сделок. При этом определяются две категории членства:

**1) клиринговый член** – член секции, самостоятельно осуществляющий расчеты по заключенным им сделкам, а также имеющий право на проведение расчетов по сделкам, заключенным торговыми членами;

**2) торговый член** – член секции, осуществляющий расчеты через клирингового члена на основании заключенного с ним договора.

По состоянию на 1 декабря 2018 г. членами секции срочного рынка являлись 28 юридических лиц. Примечательно, что на 1 января 2005 г., по данным Белорусской валютно-фондовой биржи (далее – БВФБ), в секции срочного рынка было зарегистрировано 47 членов, в т.ч. 23 банка и 24 иных профучастника. С 2010-го по 2014 год наблюдался стабильный рост объемных показателей срочного рынка БВФБ. Объем торгов в денежном выражении в эти годы увеличивался, несмотря на уменьшение количества сделок и контрактов. Однако в 2015 году наблюдается резкое снижение данных показателей. Объем торгов фьючерсными контрактами на БВФБ в 2014 году достиг 60 231 млн бел. руб. и по отношению к ВВП составил 0,007%. В 2015 году объем торгов достиг отметки в 16 611 млн бел. руб., а по отношению к ВВП и вовсе был равен 0,001 %. Для сравнения: в России объем торгов срочного рынка в 2015 году по отношению к ВВП составил 16%.

Анализ показывает, что сделки с фьючерсами в секции срочного рынка БВФБ были немногочисленны и носили разовый, а не системный характер.

В целях хеджирования белорусские банки больше используют форвардные контракты, а также своп-операции ОП с иностранной валютой. Если фьючерсные контракты представляют биржевой рынок деривативов Республики Беларусь, то форвардные контракты и валютные свопы – внебиржевой.

Во многих банках за последние годы отмечается стойкая тенденция резкого снижения производных финансовых активов (ПФА) в абсолютном выражении (исключение составили ЗАО «Альфа-Банк», ОАО «Белагропромбанк», ЗАО «МТБанк» и ОАО «АСБ Беларусбанк»). Доля ПФА в активах баланса банков находится в диапазоне от 0% до 6,9%.

Безусловно, общеэкономические трудности и недостаточно активная приватизация серьезным образом сдерживают как совокупный рост рынка ценных бумаг, так и развитие рынка производных финансовых инструментов (ПФИ). Есть и ряд дополнительных причин, негативно влияющих на этот рынок. Например, незначительное количество участников рынка, большинством из которых являются банки. Незрелость рынка ПФИ в Республике Беларусь в определенной мере также объясняется недостаточным развитием иных финансовых институтов и, как следствие, отсутствием предложения их услуг субъектам экономики. Малое количество сделок и то, что они заключаются всего 3-4 дня в году (за 2012 год только 2 дня), не дает возможность участникам срочного рынка быть уверенными в том, что в нужный мо-

---

ОБЪЕМ ТОРГОВ В КОНТРАКТАХ С 2010 ГОДА ПО 2014 ГОД ПОСТЕПЕННО УМЕНЬШАЛСЯ С 12 990 ДО 7240 КОНТРАКТОВ, А В 2015 ГОДУ НАБЛЮДАЛОСЬ РЕЗКОЕ ПАДЕНИЕ ДО 1700 ШТУК, Т.Е. СНИЗИЛСЯ ПРАКТИЧЕСКИ В 8 РАЗ. КОЛИЧЕСТВО СДЕЛОК С ФЬЮЧЕРСНЫМИ КОНТРАКТАМИ В СЕКЦИИ СРОЧНОГО РЫНКА БВФБ В 2015 ГОДУ ПО СРАВНЕНИЮ С 2010 ГОДОМ УМЕНЬШИЛОСЬ В 6 РАЗ. С 2015 ГОДА СДЕЛКИ С ФЬЮЧЕРСНЫМИ КОНТРАКТАМИ НА БВФБ НЕ ЗАКЛЮЧАЛИСЬ.



мент они смогут заключить необходимую сделку. Поэтому белорусский валютно-фондовый срочный рынок является неликвидным и исключает возможность эффективно хеджировать на нем даже те риски, инструменты для которых уже разработаны.

Связано это прежде всего с полным отсутствием стимулирования маркет-мейкеров, призванных обеспечивать ликвидность рынка. Также к проблемам белорусского рынка ПФИ следует отнести слабую инфраструктуру фондовой торговли и низкую информированность участников рынка. В этой ситуации значительную роль играет низкий уровень инвестиционной культуры юридических и физических лиц, которые еще не готовы выступать инвесторами и становиться кредиторами на финансовом рынке. Малая информированность и незнание данного рынка «отпугивает» субъектов хозяйствования от использования такого финансового инструмента, как производные ценные бумаги. Отсутствие официальной статистики по объемам, составу и структуре внебиржевого рынка производных инструментов создает определенные трудности в его регулировании. Низкая ликвидность других составных частей финансового рынка препятствует расширению спектра заключаемых сделок и привлечению иностранных инвестиций в реальный сектор экономики Республики Беларусь.

### ...НА ТОВАРНОЙ БИРЖЕ – АНАЛОГИЧНО!

Вторая срочная секция в Республике Беларусь создана ОАО «Белорусская универсальная товарная биржа». Одним из новых направлений деятельности для ОАО «Белорусская универсальная товарная биржа» (БУТБ) стала организация биржевой торговли фьючерсными контрактами в рамках секции срочного рынка. Первые торги товарными фьючерсами состоялись в ноябре 2012 г. Однако с января 2015 г. ввиду отсутствия широкого интереса работа данной секции была приостановлена. Участниками биржевой торговли в секции срочного рынка БУТБ являлись посетители торгов и биржевые брокеры. Посетитель торгов может заключать биржевые сделки от своего имени и за свой счет. В качестве посетителя торгов в секции срочного рынка может быть аккредитовано юридическое лицо или индивидуальный предприниматель – резиденты Республики Беларусь, не аккредитованные в секции в качестве биржевого брокера. Биржевой брокер может заключать биржевые сделки от своего имени за счет клиентов (по договору комиссии), а также от своего имени за свой счет. В качестве биржевого брокера в секции срочного рынка может быть аккредитовано юридическое лицо – резидент Республики Беларусь, не аккредитованное в секции в качестве посетителя торгов. Участие в биржевых торгах по секции срочного

рынка возможно только в качестве клиента биржевого брокера, если тот не является участником биржевой торговли. Операции в секции срочного рынка от имени участника биржевой торговли осуществляет трейдер.

В секции срочного рынка БУТБ торговались расчетные фьючерсные контракты на прокат сортовой стальной горячекатаный круглый и арматуру. Данные фьючерсы предназначались для частных инвесторов, производителей, оптовых поставщиков, участников финансового рынка и потребителей стального металлопроката. Исполнение контрактов осуществлялось без физической поставки базисного актива путем проведения расчетов по вариационной марже, начисляемой по позициям каждый торговый день со дня открытия данных позиций до дня их закрытия. Окончательная цена для фьючерсов на прокат сортовой стальной горячекатаный круглый и арматуру определялась расчетным курсом, базирующимся на спецификациях данных контрактов. Биржевые торги в секции срочного рынка проводились ежедневно, за исключением выходных и праздничных дней. Непосредственный доступ к торгам на срочном рынке БУТБ предоставлялся через интернет с помощью специального программного обеспечения. Заключение биржевых сделок осуществлялось участниками биржевой торговли в ходе непрерывного двойного аукциона (непрерывное конкурирование заявок на покупку и продажу и их удовлетворение в момент появления встречных заявок с пересекающимися це-

новыми условиями). Для участия в торгах секции срочного рынка участникам торговли необходимо было предварительно зарезервировать на счете биржи начальную маржу.

С 1 января 2014 г. ставка биржевого сбора по операциям с расчетными фьючерсами секции срочного рынка БУТБ была установлена в размере 0,03% от суммы сделки. Исследования секции срочного рынка были проведены по последним доступным данным – за 2014 год. За этот период в секции срочного рынка БУТБ было проведено 200 торговых сессий, на которых заключены 2073 сделки общим объемом 3752 фьючерсных контракта на прокат сортовой горячекатаной круглой стали на сумму 3354 тыс. BYN. Максимальный месячный оборот пришелся на октябрь – 404 контракта, или 3,566 тыс. BYN, а минимальный – на июль (всего 240 контрактов на 2,154 тыс. BYN). Средний дневной оборот секции в 2014 году составил около 168 млн BYN. Лучший оборот за день был отмечен 23 августа 2014 г. – 40 контрактов на сумму 354 080 BYN. Наибольшее количество сделок с фьючерсными контрактами было заключено в августе – 216, наименьшее в ноябре – 126. Среднедневное количество сделок в 2014 году составило 10. Максимальное количество совершенных дневных сделок – 20. Всего по состоянию на 31.12.2014 в секции были аккредитованы 9 субъектов хозяйствования. Анализ биржевой торговли на срочном рынке БУТБ позволяет более полно выявить причины закрытия данной секции.



В результате исследования показателей работы секции срочного рынка было установлено следующее:

- 1) недостаточный объем рынка, обусловленный асимметричностью спроса и предложения, малое число участников рынка. За два года функционирования секции было привлечено всего 9 постоянных участников биржевых торгов;
- 2) экономическая неэффективность функционирования рынка финансовых деривативов для его организатора – БУТБ, т.к. при ставке биржевого сбора 0,03% от суммы сделки средний месячный доход БУТБ от функционирования секции срочного рынка составил всего 75 BYN;
- 3) предложение всего двух видов фьючерсных контрактов – на сталь горячекатаную и арматуру – существенно сокращает количество игроков на рынке и создает дополнительные институциональные барьеры для входа;
- 4) сложный механизм функционирования срочного рынка. Для участия в торгах финансовыми деривативами необходимо иметь высокий уровень теоретической и практической подготовки в сфере управления финансами. В частности, требуется хорошо знать аспекты вторичного финансового рынка и особенности торговли титулом товара;
- 5) низкий спрос на инструменты срочного рынка в Республике Беларусь со стороны сегмента спекулянтов за счет высокой волатильности данного рынка, следовательно, высоких рисков;
- 6) низкий спрос на финансовые деривативы со стороны сегмента арбитражеров ввиду практически отсутствующей вероятности финансового арбитража из-за малого количества предлагаемых контрактов.

Следовательно, основными причинами закрытия срочного рынка ОАО «Белорусская универсальная товарная биржа» послужили недостаточный спрос на предложенные финансовые инструменты и недостаточная квалификация финансистов. Количественный рост показателей БУТБ свидетельствует о тенденции увеличения рынка биржевых услуг и увеличении географии сотрудничества.

### СТИМУЛИРОВАНИЕ МАРКЕТ-МЕЙКЕРОВ

В условиях современной экономики Республики Беларусь развитие рынка вторичных финансовых инструментов является сложной задачей из-за существующих высоких финансовых рисков, дисбаланса спроса и предложения на финансовые инструменты, недостаточного уровня квалификации кадров в сфере срочного рынка. С другой стороны, данный рынок является очень привлекательным для биржевой и финансовой логистики в разрезе функции закупок организации. Стремление минимизировать риски изменения цены, уменьшить размер оборотных средств, формировать новые механизмы увеличения стоимости капитала за счет инструментов инвестирования – все это является необходимыми предпосылками к форми-

рованию нужных институтов по развитию данного рынка. Неликвидность срочного рынка БУТБ повлияла на закрытие данной секции, однако ОАО «Белорусская универсальная товарная биржа» пересмотрело политику в отношении проведения торгов и сделало основной упор на развитие уже зарекомендовавших себя секций: лесопродукции, металлопродукции, сельхозпродукции и промышленно-потребительских товаров.

Следует отметить, что биржа не отрицает возможность повторного внедрения секции срочного рынка в Республике Беларусь. Торговля титулом товара на БУТБ послужила своеобразным импульсом к новому витку биржевой торговли и попытке соответствовать международным стандартам таковой. В период проведения первоначального

исследования (на тот момент существовала только срочная валютно-фондовая секция) было выявлено, что главным препятствием на пути организации ликвидного срочного рынка является отсутствие должного стимулирования маркет-мейкеров, в обязанности которых входит выставить каждый день инструменты как на покупку, так и на продажу; поэтому их необходимо заинтересовать в развитии того или иного инструмента. Согласно п. 2.7 Положения о маркет-мейкерах срочного рынка в ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа», утвержденного еще в 2007 году, члену секции за выполнение им функций маркет-мейкера решением наблюдательного совета биржи могут быть предоставлены льготы. Такое вознаграждение не может стимулировать члена секции значительно увеличивать свои риски, принимая на себя обязанности маркет-мейкера. Стоит воспользоваться положительным опытом срочного рынка отдельных стран, где заключаемые долгосрочные договоры о выполнении обязательств подразумевают участие выполняющих свои обязательства маркет-мейкеров в разделении прибыли, получаемой биржей по тем инструментам, в поддержании ликвидности которых они участвуют, что дает возможность привлечь большое количество желающих осуществлять данные функции.

Необходимость подобного стимулирования маркет-мейкеров подтвердил опыт срочной секции товарной биржи, при разработке нормативной документации которой был учтен опыт российского срочного рынка, в связи с чем предусмотрена выплата вознаграждения за оказание услуг маркет-мейкера, состоящая из фиксированной части и переменной, зависящей от объемов совершенных сделок. Это позволило обеспечить присутствие маркет-мейкеров, а следовательно, ликвидность товарному срочному рынку. Для того чтобы сделать торги для участников более комфортными, менее дорогими и, следовательно, стимулировать их активность, необходимо менять систему организации доступа на торги и в клиринговую систему. Требование дополнительно подавать документы для отдельной регистрации в качестве участника срочных торгов и необходимость открывать счет для гарантий по обязательствам срочной секции также не способствуют созданию ликвидного рынка.

Для удобства клиентов должна быть создана клиринговая система, позволяющая:

1) осуществлять операции одновременно на наличном и срочном рынках, не переводя средства на отдельный счет для гарантий по срочным операциям;

2) вносить в гарантийное обеспечение не только денежные средства, но и другие активы (например, на ОАО «Московская биржа» принимаются в качестве средств гарантийного обеспечения ценные бумаги 16 акционерных обществ, что дает возможность участвовать в торгах, не отвлекая денежные средства из оборота).

В Программе развития рынка ценных бумаг Республики Беларусь указано, что «главное направление развития рынка производных ценных бумаг – расширение спектра видов таких бумаг с учетом используемых в мировой практике».

Согласно Программе социально-экономического развития Республики Беларусь на 2015-2020 годы предполагается завершение работы дедолларизации экономики, в рамках которой будет исключено использование иностранной валюты в расчетах на территории Республики Беларусь, а также при формировании цен, ставок пошлин и иных платежей. Предстоит либерализация валютной системы. Планируется использовать гибкий механизм формирования обменного курса национальной валюты при минимизации участия Национального банка на валютном рынке в рамках ориентации на динамику стоимости корзины иностранных валют. Достижение ценовой стабильности, а также наращивание золотовалютных резервов государства до безопасного уровня позволит обеспечить поддержание устойчивой ситуации на валютном рынке. Как предполагается, развитие сектора производных финансовых инструментов будет основано на создании условий для обращения на национальном рынке широкого спектра производных финансовых инструментов, активно используемых в мировой практике, и расширения использования производных финансовых инструментов, направленных на хеджирование рисков (форвардные контракты, фьючерсы, опционы, варранты, конвертируемые ценные бумаги, операции СВОП, РЕПО и др.).

Однако необходимо отметить, что комплексные исследования производных ценных бумаг, используемых в мировой практике в целях хеджиро-

вания, в республике отсутствуют, и мероприятия по расширению их использования практически не проводятся.

### В ТРЕНДЕ ЛИБЕРАЛИЗАЦИИ

Необходимо отметить, что план совместных действий государственных органов и участников финансового рынка по повышению финансовой грамотности населения Республики Беларусь предусматривает разнообразные медийные, административные, образовательные мероприятия, позволяющие повысить осведомленность населения, в т.ч. и в области рынка ценных бумаг. Однако, в отличие от данных программ, он не акцентирует внимание на необходимости развития сектора производных финансовых инструментов и их использовании в целях хеджирования.

Интернет-портал, специально созданный для централизованного размещения информации в области финансовой грамотности, размещения информации о финансовом рынке и предоставляемых в Республике Беларусь финансовых услугах, содержит только описание акций и облигаций, поскольку мероприятия, предусматриваемые планом, ориентированы на фондовый рынок и рядовых граждан, хотя в нем и оговаривается, что под населением понимаются не только рядовые граждане, но и журналисты, а также менеджеры организаций, и предусматривают меры, направленные на создание системы обучения преподавателей, а также на повышение квалификации сотрудников банков, страховых компаний, профессиональных участников рынка ценных бумаг, социальных работников.

Полагаю, необходимо в данные программы обучения и повышения квалификации включать материалы по возможностям применения производных ценных бумаг, а для желающих более детально изучить возможности инструментов срочного рынка биржам необходимо проводить обучающие семинары, причем не только на месте, но и дистанционно в онлайн-режиме. Кроме того, нужно дать возможность потенциальным хеджерам участвовать в виртуальных (учебных) торгах, что позволит всем желающим проверить свои знания и попрактиковаться.

Исходя из всего вышесказанного, можно сделать вывод, что в Республике Беларусь рынок производных финансовых инструментов делает



только первые шаги. Практически весь инструментарий отечественного срочного рынка представлен фьючерсными контрактами на курсы иностранных валют и процентные ставки на рынке государственных ценных бумаг. Участниками являются белорусские резиденты, а будущие сделки заранее спрогнозированы и стандартизированы. При таких обстоятельствах финансовый кризис не может значительно повлиять на отечественный срочный рынок. Участники срочного рынка пока тренируются и отрабатывают различные схемы использования фьючерсов, но практической значимости этот инструмент пока не имеет.

Необходимо отметить, что глобальный кризис в очередной раз подтвердил, что важнейшим финансовым показателем в управлении финансовыми рисками является волатильность, представляющая собой меру риска использования финансового инструмента за заданный промежуток времени. Увеличение волатильности, что имеет место в настоящее время, является стимулирующим фактором к развитию операций хеджирования финансовых рисков как с точки зрения роста количества подобных сделок, их объемов, уве-

личения числа участников, так и с точки зрения применения более гибких и новых для белорусского рынка инструментов.

Следовательно, срочному рынку Республики Беларусь предстоит развиваться в сторону либерализации в комплексе со всей национальной экономикой. Особенно в процессе и после структурной перестройки мировой экономики на основе нового технологического уклада и устойчивой стабилизации всех финансовых инструментов, которые могут выступать в качестве базисных активов. И, как думается, не обойдут стороной этот сегмент рынка и наметившиеся межгосударственные интеграционные процессы. Вышеизложенные факторы предопределяют настоятельную необходимость активизации целенаправленной работы в данном направлении развития рынка. Следует определить задачи и проблемы, подлежащие разрешению, такие как развитие инфраструктуры отечественного срочного рынка, совершенствование алгоритмов экономического и юридического регулирования данного сегмента рынка, снятие налоговых проблем, высококвалифицированная теоретическая

и практическая подготовка менеджеров в части работы на рынке производных финансовых инструментов и т.д. Вышеизложенное необходимо для придания срочному рынку устойчивости, привлекательности для иностранных инвесторов с точки зрения возможности хеджирования возникающих рисков, недопущения таких негативных явлений, как махинации, неоплаченные контракты, построение финансовых пирамид.

Также следует отметить, что должное развитие и практическую значимость срочный рынок Республики Беларусь приобретет вместе с развитием фондового рынка и иных взаимосвязанных институтов. Белорусский рынок биржевых производных инструментов хеджирования представлен на данный момент валютными и товарными фьючерсами и находится только на стадии становления. Для его дальнейшего развития и повышения ликвидности необходимо стимулировать маркет-мейкеров, совершенствовать клиринговую систему срочного рынка и популяризировать производные ценные бумаги в качестве инструментов хеджирования.

Республика Беларусь, которая открыта внешнему миру, может объективно изучить зарубежный опыт и разработать предложения по развитию национальной системы исходя из потребностей «реального» сектора белорусской экономики. В частности, необходимо активизировать работу банков по вступлению в члены секций ведущих мировых бирж с целью создания условий для обращения на национальном рынке широкого спектра производных финансовых инструментов, активно используемых в мировой практике.

