



Дослідження/

■ Карина Абасова
Karuna Abasova

Юрисконсульт юридичного департаменту Національного банку України
Legal Adviser of the Legal Department of the National Bank of Ukraine

Валютні деривативи в Україні: стан та перспективи

Currency derivatives in Ukraine: the state and prospects

На початку 2014 року Національний банк України прийняв рішення перейти на гнучке курсоутворення і “відв’язати” гривню від долара. Регулятор позбувся також допустимого коридору коливань курсу. Це повністю змінило існуючу картину у фінансовому секторі України. Нині спостерігається зростання гнучкості й волатильності валютного курсу, що викликає збільшення потреби здійснювати операції з метою страхування від валютних ризиків, тобто проводити хеджування валютних ризиків. Саме тому все переконливішими стають аргументи на користь запровадження адекватних інструментів хеджування. Про необхідність розвитку ринку валютних деривативів і йдеться у цій статті.

At the beginning of 2014, the National Bank of Ukraine took a decision to go over to a flexible exchange rate setting and to detach the hryvnia from the U.S. dollar. The regulator also cancelled the allowable corridor of exchange rate fluctuations. It reversed the existing conditions in Ukraine’s financial sector. At present, the exchange rate demonstrates flexibility and volatility increasing the need to perform operations with the aim of insurance against currency risks i.e. to carry out currency hedging. Therefore arguments in favor of implementation of adequate hedging instruments become more and more persuasive. The article considers the necessity of development of the foreign exchange derivatives market.

Раніше в Україні через прив’язку гривні до долара США потреба у валютних деривативах була незначною. Національний банк України, по суті, брав на себе валютні ризики шляхом утримання фіксованого курсу. При цьому ринок валютних деривативів розвивався недостатньо через його жорстке регулювання.

Проте починаючи з 7 лютого 2014 року, НБУ перейшов до політики гнучкого курсоутворення на валютному ринку, що є оптимальним для нашої країни, та надав ринку можливість самостійно формувати курс за результатами міжбанківських торгів. Відтепер офіційний курс гривні щодо долара встановлюється на підставі середньоринкового курсу на міжбанківському ринку.

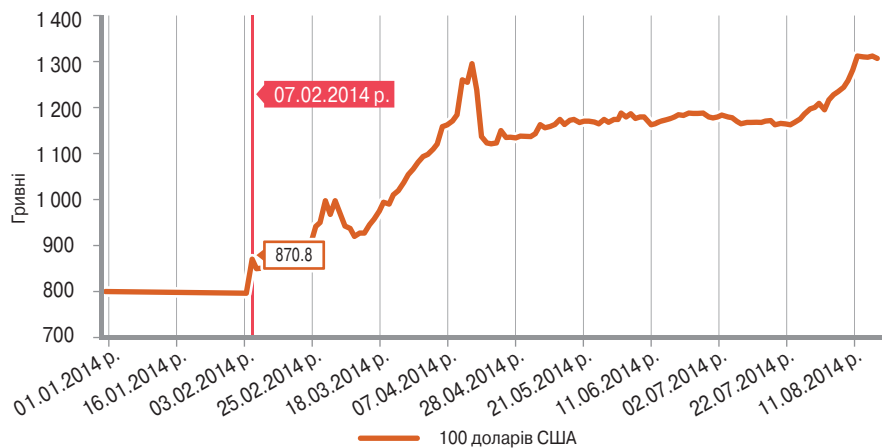
Як видно з графіка 1, режим плаваючого валютного курсу додатково накладає на економічних агентів валютні ризики. На думку Незалежної асоціації банків України (далі – НАБУ), на етапі поточного розвитку валютного ринку України в умовах “плава-

ючого” валютного курсу особливо актуальним є запровадження деривативів на іноземні валюти. Наявність такого інструменту є нагальною потребою та поширеною світовою практикою. Валютні ризики зазвичай пов’язані з широким колом міжнародних операцій, включаючи торгівлю та потоки

капіталу. Такі агенти, як правило, не схильні до ризику, тому зростає потреба в страхуванні валютних ризиків. Саме тому в нинішніх умовах зміни режиму курсоутворення виникає необхідність у застосуванні інструментів хеджування валютних ризиків.

Процес хеджування пов’язується

Графік 1. Динаміка зміни офіційного курсу гривні щодо долара США



Джерело: Офіційне інтернет-представництво Національного банку України: <http://www.bank.gov.ua/>.

насамперед із функціонуванням ринку похідних фінансових інструментів – деривативів (derivative instrument), тобто інструментів (контрактів), вартість яких базується на зміні ціни фінансового інструменту, що лежить у його основі (актив, індекс, курс валюти тощо). Таким чином, один фінансовий інструмент є похідним від іншого. Стандартним, всесвітньо визнаним інструментом із управління ризиками в умовах волатильних обмінних курсів є валютні деривативи.

Економічні переваги від хеджування валютних ризиків за допомогою похідних полягають у тому, що 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 використовуватися для різних цілей. Теорія фінансів виокремлює три основні причини, через які економічні агенти вдаються до операцій із деривативами.

По-перше, це безпосередньо хеджування, за якого валютні деривативи використовуються для страхування валютних ризиків – можливих збитків та додаткових втрат при проведенні зовнішньоторговельних валютних чи інших операцій у зв'язку зі зміною курсу іноземної валюти. Відповідно кінцеві учасники операції з хеджування ризиків зазвичай ведуть торговельну або інвестиційну діяльність (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 у іноземній валюті, та їхніх неочікуваних зупинок.

По-друге, деривативи можуть використовуватись як інструменти спекуляції на змінах валютного курсу. Суть такої діяльності, як спекуляція в найширшому розумінні, можна визначити як формування певних очікувань на основі прогнозування майбутнього та використання їх для одержання прибутку від різниці в ціні продажу та купівлі товарів чи фінансових інструментів. Однак необхідно зазначити, що спекуляція не обов'язково є поганим в економічному сенсі явищем, як

це здебільшого прийнято в суспільстві. За нормальних умов спекуляція є стабілізуючим фактором, адже спекулянти зазвичай згладжують ціни, купуючи товари за низькими цінами та продаючи їх за високими (отримуючи свій прибуток у такий спосіб). Спекулятивні операції підвищують ліквідність ринків, а отже, і їхню ефективність. Спекулянти, як правило, займають позицію, протилежну позиції компанії із хеджування, що дає змогу перекладати ризик від останніх на перших.

По-третє, за допомогою деривативів здійснюються також арбітражні операції, тобто операції купівлі-продажу валюти з метою отримання прибутку. Іноді арбітраж розглядають як різновид спекулятивної операції. Проте від спекулятивних операцій арбітражні відрізняються тим, що завжди є стабілізаційними, оскільки сприяють короткостроковому вирівнюванню валютних курсів на різних валютних ринках, тоді як спекулятивні операції здійснюються для отримання максимального прибутку завдяки різниці курсів іноземної та національної валюти.

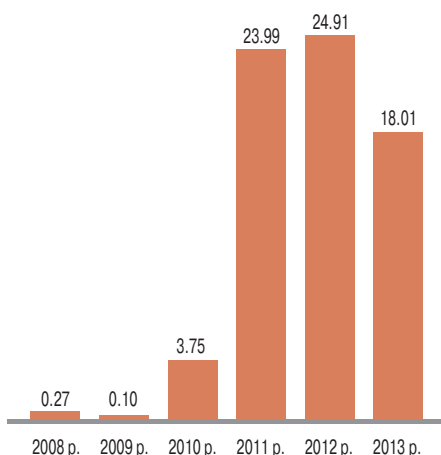
Використання валютних деривативів дає змогу не лише ефективно управляти ризиками та сприяти розміщенню і мобілізації фінансових ресурсів, а й здійснювати спекулятивні операції. Саме тому надзвичайно важливим є належне нормативне регулювання діяльності, пов'язаної з деривативами як похідними фінансовими інструментами. В разі неналежного регулювання та нагляду за використанням валютних деривативів використання похідних інструментів може негативно вплинути на фінансову та економічну стабільність. Зокрема світова практика свідчить, що похідні інструменти відігравали негативну роль у 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, оскільки може призводити до фінансових криз або посилювати їхні наслідки. Неналежне використання деривативів на таких ринках характеризувалося зростаючою волатильністю та ставило під загрозу фінансову стабільність через надмірну ризикованість операцій, що проводилися ринковими гравцями. Проте загальна наукова думка зводиться до того, що деривативи все-таки можуть подолати посилювати наслідки

криз (якщо не було встановлено належного нагляду за їхнім використанням та належного регулювання цих інструментів), але самі по собі деривативи не є причиною фінансових негараздів. Важливо, щоб процес запровадження валютних деривативів був поступовим та належно регулювався.

Додатковим аргументом на користь активного запровадження валютних деривативів в Україні може слугувати таке припущення: якщо національний ринок надалі не розвиватиметься, то зростатиме існуючий закордонний ринок, де торгують гривневими валютними деривативами. Проте ці закордонні ринки, по-перше, знаходяться поза впливом українського регулятора, а по-друге, – містять втрачені ділові можливості для національних агентів, адже потоки на цих ринках зазвичай важко спрямувати назад, усередину країни. Останнім часом з огляду на обсяги потоків капіталу (наприклад, іноземні кредити та, меншою мірою, потоки портфельних інвестицій) та торгові потоки економіка України має високий рівень відкритості. Тому варто очікувати великого потенційного попиту кінцевих споживачів (торговельних компаній реального сектору та інвесторів) на похідні інструменти. Це, в свою чергу, зумовлює високу зацікавленість у них посередників (банків), що забезпечують деривативами своїх клієнтів (кінцевих споживачів).

Ринок похідних (деривативів) в Україні характеризується постійним зростанням обсягів операцій із похідними інструментами. Особливо помітно зросла сума контрактів із

Графік 2. Обсяг торгів похідними (деривативами) на ринку цінних паперів у 2008–2013 рр. Млрд. грн.



Джерело: Річний звіт НКЦПФР.

похідними (деривативами) протягом 2010–2012 рр.: із 3.75 млрд. грн. у 2010 році до 24.91 млрд. грн. у 2012 році, тобто в 6.5 раза (див. графік 2). Аналізуючи 2013 рік, можна зазначити, що показник обсягу торгів похідними (деривативами) зменшився на 6.90 млрд. грн. порівняно з 2012 роком, проте частка деривативів у загальному обсязі зросла і становила 1.07% (для порівняння: 0.98% у 2012)¹. Тож необхідність впровадження похідних фінансових інструментів розуміють уже не лише практики фінансового ринку, а й представники майже всіх рівнів державної влади. Проте істотні системні зрушення у цьому напрямі поки що відбуваються повільно. Це пояснюється цілою низкою об'єктивних чинників, зокрема:

- проблемами, пов'язаними із загальною низькою економічною культурою українського суспільства щодо питань використання деривативів;
- проблемами, пов'язаними з нормативно-правовою базою щодо похідних фінансових інструментів.

Нині в Україні немає єдиного законодавчого акта, який би регулював систему відносин, що виникають у процесі створення та використання похідних фінансових інструментів (деривативів). У вітчизняному законодавчому полі бракує механізмів регулювання багатьох ключових моментів функціонування строкового ринку, чинне правове середовище, що регулює обіг деривативів, складається з низки кодексів, законів, підзаконних актів та характеризується фрагментарністю і неузгодженістю. Зокрема нормативне регулювання діяльності, пов'язаної з деривативами як похідними фінансовими інструментами, частково передбачене в Цивільному кодексі України, Законі України “Про цінні папери та фондовий ринок”, Законі України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні”, Законі України “Про товарну біржу”, Постанові Кабінету Міністрів України від 19.04.1999 року № 632 “Про затвердження Положення про вимоги до стандартизованої (типової) форми деривативів” тощо.

Варто також зазначити, що валютний ринок в Україні відрізняється високим рівнем регульованості всіх найважливіших сегментів (деякі законодавчі обмеження щодо валютних опе-

рацій були встановлені ще на початку 1990-х років, а деякі додаткові обмеження запроваджено пізніше). За всього різноманіття валютних деривативів в Україні існують суттєві обмеження на здійснення операцій із ними. Наприклад, суб'єкти ринку не мають права проводити операції з валютними деривативами, а також операції в іноземній валюті з іншими похідними фінансовими інструментами, базовим активом яких є валютні цінності, курси валют, процентні ставки, індекси, крім випадків, передбачених нормативно-правовими актами Національного банку².

Деякі обмеження на операції з валютою є загальноринковими і стосуються, наприклад, збору на обов'язкове державне пенсійне страхування з операцій купівлі-продажу безготівкової валюти, який призводить до зниження ринкової ліквідності, а тому й обмеження можливостей щодо переключення валютних ризиків з однієї сторони угоди на іншу. Також одночасне існування трьох різноманітних обмінних курсів: міжбанківського валютного курсу (ринкового валютного курсу), офіційного валютного курсу, що використовується для оподаткування та бухгалтерського обліку, і курсу, за яким здійснюються інтервенції НБУ, подеколи створювало ситуації, за яких розбіжність між цими курсами була доволі високою, що ускладнювало здійснення ринкових операцій, не сприяло розвитку міжбанківського ринку та збільшувало нестабільність на ринку. Спроби зближення цих показників обмінних курсів – шлях до більш прозорої та ефективної комунікативної стратегії, а отже, підвищення активності на валютних ринках і створення нових можливостей для ефективного управління ризиками. Таким чином, рішення Національного банку України про наближення офіційного курсу до ринкового в лютому 2014 року було серйозним кроком у цьому напрямі.

Підсумовуючи, можемо стверджувати, що низка загальних та регуляторних обмежень гальмує розвиток ліквідного валютного ринку в Україні. З огляду на це виникає необхідність у лібералізації ринку валютних деривативів, і Національний банк України як ринковий регулятор повинен прагнути зберігати рівновагу між двома позиціями, пам'ятаючи, що

ширше використання валютних деривативів додає можливостей для хеджування валютних ризиків, проте стрімке та нерегульоване введення інновацій може зашкодити фінансовій стабільності. Важливим є також порядок запровадження цих інструментів у обіг. Кардинальні зміни, що включають зняття загальних обмежень на використання валютних деривативів, мають бути здійснені тільки після того, як фінансова ситуація стабілізується, а гривня займе рівноважну позицію (хоча б у короткостроковій перспективі).

При побудові стратегії розвитку та розширення ринку валютних деривативів в Україні у найближчому майбутньому велику увагу слід приділити позабіржовим інструментам, а також розвитку законодавчого та технічного забезпечення бірж. Це дасть змогу краще використовувати й стандартизовані біржові продукти.

Такий крок зумовлено тим, що торгувати валютними деривативами можна як поза біржею, так і на організованих біржах. Фактично в багатьох економічно розвинутих країнах це здійснюється паралельно, оскільки використання кожного класу інструментів надає різні переваги їхнім користувачам: високий рівень стандартизації (позабіржові інструменти) проти низького рівня ризику (біржові інструменти). Проте світовий досвід динаміки розвитку ринків деривативів свідчить, що введення позабіржових інструментів передувало введенню біржових інструментів. Таку послідовність можна пояснити, крім усього іншого, слабким законодавчим і технічним забезпеченням функціонуючих бірж.

Стратегія поступових кроків на шляху запровадження позабіржових валютних деривативів використовувалася і в інших країнах, що знаходяться на стадії становлення ринкової системи. Наприклад, у Китаї, де з 2004 року здійснювалося поступове введення національних валютних деривативів. Ринок розпочав своє існування в 2005 році із запровадження форвардів, торгівля якими могла здійснюватися обмеженням колом установ. Після шести місяців такої торгівлі ринковим гравцям було дозволено торгівлю іншими продуктами, зокрема такими, як валютні свопи.

Наступним важливим кроком є доступ нерезидентів до національного ринку деривативів. Загалом нині простежується тенденція щодо активізації участі нерезидентів у торгах

¹ Річний звіт НКЦПФР за 2013 р.: рух ринку цінних паперів України до світових стандартів для економічного зростання держави // http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1402491205.pdf // С. 33–34.

² Положення “Про порядок та умови торгівлі іноземною валютою”, затверджене постановою Правління Національного банку України від 10.08.2005 р. № 281.

на місцевих ринках валютних деривативів, оскільки вони сприяють поліпшенню їхньої ліквідності, а отже, й ефективності.

Крім цього, в світі спостерігається попит на деривативи, базовим активом для яких є гривня, з боку іноземних торговельних партнерів України, що підтверджується запровадженням в останній час на світових біржах цих інструментів. Так, за інформацією НАБУ:

– CME Group Inc. (Чиказька товарна біржа, США) в межах відкриття європейського підрозділу CME Europe (Великобританія) розпочала торги ф'ючерсними контрактами “долар США – гривня”;

– Московська біржа (Росія) запровадила торги ф'ючерсним контрактом “долар США – українська гривня” на своєму строковому ринку. Причому офіційними маркет-мейкерами стали Дойче банк та російські інвестиційні компанії.

Крім викладеної стратегії поступового впровадження змін, існують також інші підходи щодо регулювання використання таких складних інструментів, як валютні деривативи. В будь-якому випадку необмежене та нерегульоване використання деривативів може мати руйнівні наслідки. Тому регулятор у своїй стратегії запровадження валютних деривативів має спланувати діяльність у такий спосіб, щоб уникнути цього.

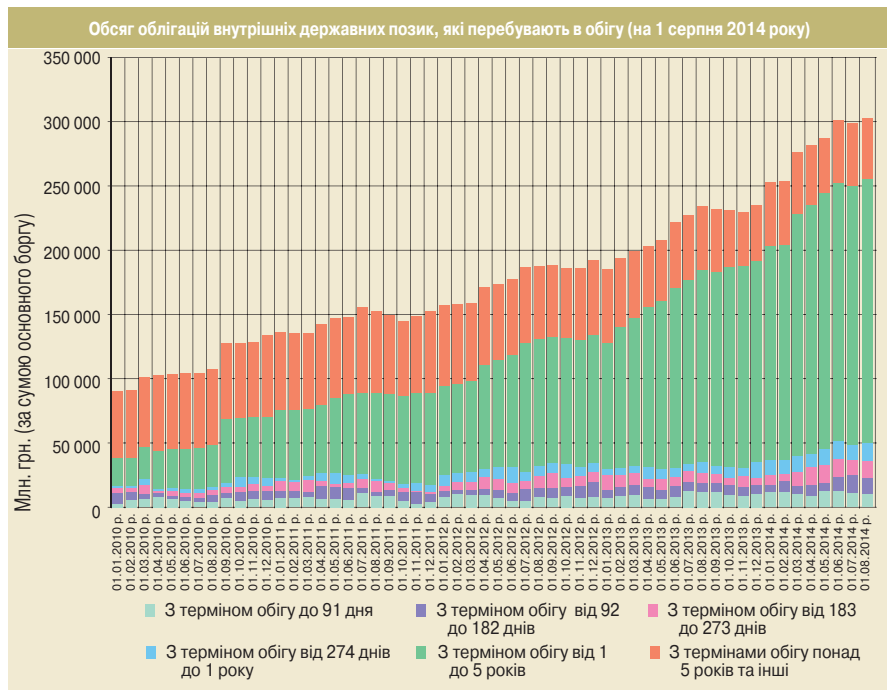
Серпневі коливання курсу засвідчили, що навіть коли макроекономічних підстав для суттєвих курсових коливань немає, в умовах плаваючого курсу спрогнозувати наскільки і коли буде зростати чи падати гривня складно.

Беззаперечним залишається одне: в умовах переходу від фіксованого до гнучкого валютного курсу валютні деривативи є важливим інструментом управління зростаючими валютними ризиками. У ширшому розумінні валютні деривативи можуть розглядатися як складова частина розвитку ефективного національного ринку капіталу, оскільки дають змогу переносити ризики та проводити ефективніший розподіл капіталу.

Ринок деривативів в Україні є ще досить молодим сегментом фінансового ринку, проте його успішний розвиток можна вважати одним із факторів ефективного функціонування всього фінансового ринку та реального сектору економіки.

Ринок державних цінних паперів України у липні 2014 року

Government securities of Ukraine market in July 2014



Обсяг розміщення облігацій внутрішніх державних позик у 2014 році*						
Період	Результати розміщення ОВДП, номінованих у гривні				Результати розміщення ОВДП, номінованих в іноземній валюті (долари США)	
	Кількість розміщених облігацій, номінованих у гривні, шт.	Обсяг розміщених облігацій, тис. грн.			Кількість розміщених облігацій, номінованих в іноземній валюті, шт.	Залучено коштів до державного бюджету, тис. дол. США
		Усього	із них:	ОВДП, випущені для відшкодування сум податку на додану вартість, тис. грн.		
		залучено коштів до державного бюджету, тис. грн.				
Січень	3 683 335	3 653 835.72	3 653 835.72	0	200 274	199 727.25
Лютий	17 670 113	17 685 435.54	6 619 035.54	0	0	0
Березень	3 962 080	3 940 088.88	3 940 088.88	0	0	0
I квартал	25 315 528	25 279 360.14	14 212 960.14	0	200 274	199 727.25
Квітень	7 104 733	7 076 176.89	7 076 176.89	0	0	0
Травень	12 334 426	12 344 908.22	2 344 908.22	0	255 000	254 730.35
Червень	6 383 970	6 365 834.40	4 565 834.40	0	0	0
II квартал	25 823 129	25 786 919.50	13 986 919.50	0	255 000	254 730.35
I півріччя	51 138 657	51 066 279.64	28 199 879.64	0	455 274	454 457.60
Липень	12 375 104	12 270 300.37	5 422 372.37	5 747 928.00	200 000	200 086.00
Серпень						
Вересень						
III квартал	12 375 104	12 270 300.37	5 422 372.37	5 747 928.00	200 000	200 086.00
Жовтень						
Листопад						
Грудень						
IV квартал						
Усього з початку року	63 513 761	63 336 580.01	33 622 252.01	5 747 928.00	655 274	654 543.60

*Станом на 01.08.2014 р.