

Сентябрь 2010 года

R



منظمة الأغذية  
والزراعة  
للأمم المتحدة

联合国  
粮食及  
农业组织

Food  
and  
Agriculture  
Organization  
of  
the  
United  
Nations

Organisation  
des  
Nations  
Unies  
pour  
l'alimentation  
et  
l'agriculture

Продовольственная и  
сельскохозяйственная  
организация  
Объединенных  
Наций

Organización  
de las  
Naciones  
Unidas  
para la  
Agricultura  
y la  
Alimentación

## КОМИТЕТ ПО ПРОБЛЕМАМ СЫРЬЕВЫХ ТОВАРОВ

### ЧРЕЗВЫЧАЙНОЕ СОВМЕСТНОЕ МЕЖСЕССИОННОЕ СОВЕЩАНИЕ МЕЖПРАВИТЕЛЬСТВЕННОЙ ГРУППЫ (МПГ) ПО ЗЕРНОВЫМ И МЕЖПРАВИТЕЛЬСТВЕННОЙ ГРУППЫ ПО РИСУ

Рим, Италия, 24 сентября 2010 года  
Красный зал

### ФЬЮЧЕРСНАЯ ТОРГОВЛЯ СЕЛЬСКОХОЗЯЙСТВЕННОЙ ПРОДУКЦИЕЙ:

использование растущих сигналов рынка для установления  
глобальных цен<sup>1</sup>

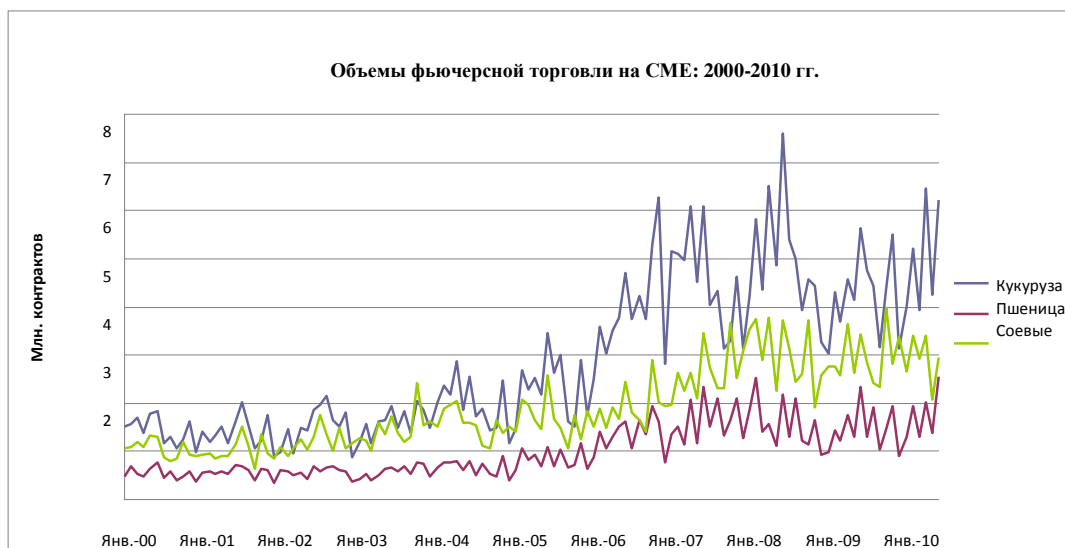
1. Инвестирование в сельскохозяйственные сырьевые товары – это крупномасштабный бизнес. После отмены в 90-х годах прошлого века регулирования сектора финансовых услуг в США и Европе финансовые компании начали закачивать колоссальные суммы денег в продукты товарных фьючерсных бирж, рассчитывая получить повышенные прибыли от волатильного рынка пищевых товаров. За последнее десятилетие объем сделок с сельскохозяйственной продукцией на самой авторитетной мировой бирже (Группа CME<sup>2</sup>) утроился, а в компоненте "мягких товаров" биржи Euronext Liffe – удвоился. Euronext Liffe также разработала ликвидные контракты на пшеницу и семена рапса. Считаются "справочными" цены, установленные в этих контрактах, имеют глобальные последствия, зачастую оказывая глубокое воздействие на формирование внутренней политики практически в каждой стране. Вместе с тем в связи с высокими объемами такой торговли стали звучать обвинения в чрезмерных спекуляциях, которые потенциально способны нанести огромный ущерб широким слоям населения. Основные вопросы для дискуссии заключаются в том, ведут ли спекулятивные сделки к росту цен и получают ли производители товаров выгоды от высоких цен, реализуемых в рамках фьючерсных контрактов. Помимо этого необходимо рассмотреть проблему волатильности цен.

<sup>1</sup> Настоящий документ был подготовлен в порядке любезности консультантом, старшим специалистом по торговле сырьевыми товарами, г-жой Анной Берг. Высказанные в нем мнения необязательно отражают официальную точку зрения Продовольственной и сельскохозяйственной организации Объединенных Наций.

<sup>2</sup> Группа CME в настоящее время объединяет Чикагскую товарную биржу и Нью-йоркскую товарную биржу.

2. Начиная с 2000 года во всем мире фьючерсная торговля на рынках сельскохозяйственной продукции росла в геометрической прогрессии. На биржах стран с формирующейся рыночной экономикой, например Китайской товарной бирже и Индийской товарно-сырьевой бирже, объем сделок рос более высокими темпами, чем на СМЕ или Euronext Liffe, однако это не привело к привлечению крупных глобальных инвестиций. Глобальный рост товарных рынков стран с формирующейся рыночной экономикой ограничивается такими факторами, как неконвертируемость валют, жесткие лимиты позиций, частые государственные интервенции как на фьючерсных рынках, так и на рынках реальных сделок или же введение запретов на прямые иностранные инвестиции. По существу, развитие сельскохозяйственных бирж в последнее время по большей части происходило вследствие либерализации рынков и было ориентировано на цены производителей. После отмены государственного субсидирования цен в 1995 году, например, Южноафриканская фьючерсная биржа<sup>3</sup> в своих контрактах на пшеницу и кукурузу определила более 100 складов в качестве пунктов доставки, для того чтобы наилучшим образом учесть потребности производителей в регулировании рисков; биржи Индии и Китая стремятся содействовать укреплению рыночных позиций производителей и поддерживать меры, направленные на развитие сельских районов.

### Объемы фьючерсной торговли на СМЕ по контрактам на кукурузу, соевые бобы и пшеницу: 2000-2010 гг.



3. В других странах многие биржи разрабатывают контракты в соответствии с требованиями их внутренней коммерческой базы. Так, например, в 1992 году Токийская зерновая биржа (TGE) ввела деноминированный в иенах контракт на кукурузу, в котором предусматривается порядок физических поставок американской кукурузы в японские порты. Биржи Аргентины и Бразилии, например фьючерсная биржа Розарио (ROFEX) и Товарно-фьючерсная биржа (BM&F) используют контракты, отвечающие потребностям их экспортных рынков.

<sup>3</sup> SAFEX в настоящее время называется Йоханнесбургской фондовой биржей.

4. Хотя по сравнению с условными объемами финансовых фьючерсных сделок, превысившими один квадриллион долларов с 2006 года, объемы фьючерсных контрактов на сельхозпродукцию выглядят "карликовыми", эти контракты примечательны тем, что их объем в несколько раз превышает показатели фактических урожаев. Так, например, в 2008 году объем торговли контрактами СМЕ на пшеницу сорта "софт ред", которые внутри страны используются для хеджирования урожая в объеме приблизительно 400 млн. бушелей (10 млн. метрических тонн), составил 90 млрд. бушелей, т.е. объем торговли за каждый операционный день был эквивалентен всему урожаю.

## I. ИСТОКИ РЕГУЛИРОВАНИЯ

5. Спекулятивные сделки и ценовые искажения на товарных фьючерсных рынках существуют с момента возникновения самих этих рынков. После создания в середине XIX века Чикагской торговой биржи по меньшей мере раз в каждые десять лет звучали утверждения об имеющих место рыночных манипуляциях, особенно массовых закупках товаров с целью "взвинчивания" цен или получения монопольного положения на рынке. В ответ на это правительство США ввело в 1922 году законы, обеспечивающие полномочия на регулирование деятельности товарных фьючерсных бирж, и укрепило эти полномочия в 1936 году, приняв Закон о товарных биржах. В этом законе манипулирование рынком было объявлено уголовно наказуемым деянием и были установлены лимиты позиций отдельных трейдеров. В 1974 году конгресс США учредил Комиссию по срочной биржевой торговле (CFTC), наделив ее широкими надзорными полномочиями и правами на принятие мер по борьбе с мошенничеством.

6. Одной из важных функций CFTC является утверждение лимитов позиций и спецификаций всех фьючерсных контрактов, торгуемых на биржах США, в целях обеспечения их устойчивости к биржевым манипуляциям. В 1996 году Комиссия предъявила ультиматум СВОН, потребовав пересмотреть ее с давних пор действующие контракты на кукурузу и соевые бобы<sup>4</sup> и указав, что эти контракты более не отвечают задаче Комиссии "по предотвращению или сокращению манипулирования ценами, затоваривания рынков или ненормальной конъюнктуры в отношении таких товаров в межгосударственной торговле"<sup>5</sup>.

7. CFTC обладает также полномочиями в отношении фьючерсных трейдеров и торговых фирм, включая коммерческих торговцев. В 1989 году, сочтя, что один из крупных коммерческих экспортеров предпринял действия, приведшие к искажению цены СВОН на соевые бобы, CFTC направила этой фирме предписание с требованием существенно сократить свои длинные позиции по контрактам на соевые бобы, предусматривавшим поставки в мае и июле, до истечения срока действия этих контрактов.

8. Наконец, CFTC поддерживает прозрачность рынков. Еженедельно она публикует Отчет об обязательствах трейдеров (COT). Этот отчет, данные для которого получают от всех бирж США, подразделяет длинные, короткие и спредовые позиции производителей/потребителей, своп-дилеров и регулируемых денежных фондов, что дает четкую картину состояния рынка применительно к каждому фьючерсному контракту<sup>6</sup>. Будучи членом Международной организации комиссии по ценным бумагам (IOSCO)<sup>7</sup>, CFTC содействует обмену информацией на глобальном уровне и применению "передовой практики" надзора за фьючерсными контрактами. Она также организует совещания за круглым столом по различным вопросам фьючерсных сделок, открытые для широкой общественности. Недавно Комиссия провела совещание за круглым столом, посвященное

---

<sup>4</sup> Контракты СВОН на кукурузу и соевые бобы были введены соответственно в 1877 и 1936 годах.

<sup>5</sup> СВОН изменила структуру этих контрактов, перейдя от системы складских квитанций "Чикаго/Толедо" к системе свидетельств об отгрузке по реке Иллинойс.

<sup>6</sup> См. добавление.

<sup>7</sup> International Organization of Securities Commissions.

проблеме несоответствия между ценами наличных сделок и фьючерсными ценами<sup>8</sup> в контрактах на пшеницу на биржах Чикаго, Канзаса и Миннеаполиса.

9. Принятые в европейских странах модели регулирования фьючерсной торговли существенно отличаются от той, которая действует в США. В Соединенном Королевстве Управлению по финансовому регулированию и надзору (FSA) – неправительственной организации – предоставлены по закону полномочия на регулирование фьючерсных рынков. В июне 2010 года Управление объявило о плане реструктуризации, завершение которого планируется на 2012 год, для более адекватного решения общесистемных вопросов, в особенности в банковском секторе. Несмотря на то что оно разделяет принципы IOSCO, в том числе изложенные в Токийском коммюнике<sup>9</sup>, согласно информации, размещенной на веб-сайте FSA, "[оно] не имеет каких-либо конкретных норм в отношении рынков сырьевых товаров и рынков товарных деривативов". После своего создания в 2000 году в связи с банкротством Бэринг-банка FSA первоначально рассматривало торговлю товарными фьючерсами как рынок профессиональных пользователей и оставило вопросы контроля за этим рынком на усмотрение бирж. К 2007 году оно признало рост объема фьючерсных товарных сделок и заявило о том, что, возможно, потребуются усилить надзор за фьючерсной торговлей. В последнее время как следствие прозвучавших заявлений о разбалансированности рынков в связи с заключением на бирже Euronext Liffe крупного контракта на какао одним из хедж-фондов, Управление рассматривает вопрос о своей регулирующей роли в отношении товарных фьючерсных рынков в рамках предстоящей реструктуризации.

10. В других странах Европы биржевые продукты относятся к компетенции национальных финансовых регулирующих органов. Так, например, французское Управление финансовых рынков (AMF) контролирует контракты бывшей MATIF<sup>10</sup> на мукомольную пшеницу. Аналогично FSA, AMF в настоящее время провело разграничение полномочий по надзору за фьючерсными биржами лишь применительно к небольшому числу вопросов, полагаясь на биржевое саморегулирование. Вместе с тем в ответ на недавний скачок цен на пшеницу французское правительство высказало призыв к проведению международной реформы в рамках обзора действия Указа о рынках и финансовых инструментах (MIFED) в 2011 году.

## **II. ЛИМИТЫ НА СПЕКУЛЯТИВНЫЕ СДЕЛКИ И РОСТ ИХ ОБЪЕМА**

11. После принятия Закона о товарных биржах биржи США установили лимиты на спекулятивные сделки по контрактам на основные сельскохозяйственные товары. Начиная с 90-х годов прошлого века происходил стремительный рост этих лимитов, и в настоящее время этот показатель составляет несколько тысяч по сравнению со стандартным показателем, составлявшем 600 контрактов на пшеницу и на соевые бобы, хотя лимит на число контрактов "spot" с поставкой в ближайший месяц остался на уровне 600. В дополнение к этому CME установила ограничение, при котором любая некоммерческая

---

<sup>8</sup> По ряду причин за последние несколько лет фьючерсные контракты торговались, как правило, с большой наценкой (составлявшей до 20%) к уровню основополагающей цены наличных сделок.

<sup>9</sup> В 1997 году регулирующие органы 17 стран, включая Соединенное Королевство, США и Японию, опубликовали коммюнике (Токийское коммюнике), в котором утверждались два руководства, одно – по передовой практике разработки и/или пересмотра контрактов на поставку товаров, а другое – по вопросам, касающимся надзора за деятельностью рынков и обмена информацией. Утверждение этих руководств является первым случаем, когда регулирующие органы, ответственные за надзор за рынками товарных деривативов, согласовали международные стандарты надзора за этими рынками.

<sup>10</sup> В 1999 году произошло слияние MATIF с LIFFE.

<sup>11</sup> Такое освобождение дает возможность индексному фонду превышать установленные пределы спекулятивных сделок.

организация не может держать более 600 свидетельств об отгрузке или складских квитанций, полученных после поставки. Добросовестные хеджеры освобождаются от всех лимитов. В настоящее время CFTC рассматривает вопрос о распространении освобождения от требований в отношении хеджирования<sup>11</sup> на индексные фонды.

**Лимиты на позиции при фьючерсных сделках с сельскохозяйственными продуктами, установленные группой СМЕ – число контрактов и эквивалент в метрических тоннах**

Число контрактов	Спот с поставкой в ближайший месяц	За один отдельный месяц	За все месяцы
На кукурузу	600 (76,2 тыс. мт)	13 500	22 000 (2,79 млн. мт)
На соевые бобы	600 (81,6 тыс. мт)	6 500	10 000 (1,37 млн. мт)
На пшеницу	600 (81,6 тыс. мт)	5 000	6 500 (890 тыс. мт)
На рис	600 (54,6 тыс. мт)	1 800	1 800 (163 тыс. мт)
На овес	600 (51,6 тыс. мт)	1 400	2 000 (170 тыс. мт)

12. Для контрактов Euronext Liffe на пшеницу, семена рапса и кукурузу установлены более ограничительные показатели общего числа контрактов за все месяцы по сравнению с соответствующими лимитами, применяемыми СМЕ. Предполагается, что применяемая как в отношении лиц, совершающих спекулятивные операции, так и в отношении хеджеров, процедура поставок по фьючерсным контрактам должна действовать как сигнальная система, дающая представление о ценах, а не как механизм обеспечения источников поставок. Как и в случае многоуровневой структуры, применяемой СМЕ, лимиты должны снижаться до истечения срока действия контрактов. Лондонская расчетная палата, не являющаяся биржей, определяет лимиты в отношении наиболее активно торгующихся контрактов на зерновые и семена масличных культур.

**Лимиты позиций по фьючерсным контрактам на сельскохозяйственную продукцию, установленные Euronext Liffe – число контрактов и эквивалентные объемы в метрических тоннах**

Число контрактов	Спот с поставкой в ближайший месяц	За все месяцы
На мукомольную пшеницу	2000 (100 тыс. мт)	4000 (200 тыс. мт)
На семена рапса	1200 (60 тыс. мт)	2400 (120 тыс. мт)
На кукурузу	1200 (60 тыс. мт)	2400 (120 тыс. мт)

13. В отличие от всех других биржевых контрактов на сельскохозяйственную продукцию, для контрактов Euronext Liffe на сахар, кофе и какао лимитов не установлено. Такое отсутствие лимитов дало возможность предположительно какому-то одному хедж-фонду принять по контракту с поставкой в июле 2010 года партию какао объемом приблизительно в 240 000 метрических тонн – практически всего количества, которое могло быть в тот момент поставлено и которое было эквивалентно 7% глобального объема производства этого товара. Эксперты отметили, что цены июля возросли настолько, что

компаний, играющие на понижение, для принятия поставок перевозили какао со складов Нью-Йорка в Амстердам, Антверпен и Гамбург, которые являются портами доставки биржи Euronext Liffe. Недавно Euronext Liffe заявила о намерении собирать внутренние данные о типах сделок и участниках сектора "мягких" товаров и публиковать отчет, аналогичный публикуемому CFTC докладу СОТ. На данный момент ни Euronext Liffe, ни LCH не объявили о каких-либо планах введения лимитов на позиции по фьючерсным контрактам на "мягкие" товары.

14. Рост объема глобальной спекулятивной торговли продовольственными товарами был обусловлен рядом следующих факторов:

- либерализация рынков и сокращение субсидирования цен, особенно в Евросоюзе, в соответствии с Единой сельскохозяйственной политикой;
- отмена регулирования сектора финансовых услуг в США, позволившая банкам вести собственную торговлю;
- снижение показателей маржи в торговле ценными бумагами;
- переработка части продовольственных товаров в топливо;
- рост спроса на продовольствие на новых формирующихся рынках;
- недостаточные инвестиции в сельское хозяйство, что было обусловлено продолжительным периодом низких цен на продовольствие;
- тот факт, что динамика цен слабо отражается на положении производителей;
- внезапные правительственные интервенции на экспортных рынках, такие как запреты на экспорт, введение тарифов и квот;
- упрощение доступа к электронным рынкам;
- реструктуризация сырьевых бирж, в результате которой из организаций, объединяющих ряд компаний – членов, они становятся коммерческими корпорациями.

### **III. ДАЛЬНЕЙШИЕ ШАГИ**

#### **A. СОГЛАСОВАНИЕ РЕГУЛИРОВАНИЯ**

15. Действующая в США модель регулирующего механизма может служить хорошим примером для европейских органов, занимающихся регулированием. Так, например, одно лишь одобрение принципов IOSCO не даст эффекта без сбора информации в отношении торговых сделок и распространения соответствующих норм и правил. Кроме того, вся история фьючерсной торговли, насчитывающая более 150 лет, показывает, что в условиях, когда объем предложения товаров не является беспредельным, необходимо устанавливать лимиты позиций, с тем чтобы не допускать чрезмерной спекулятивной деятельности и затоваривания. Что касается сельскохозяйственных сырьевых товаров, то данный процесс согласования регулирования могла бы возглавить ФАО, действуя совместно с другими международными организациями.

#### **B. ПОВЫШЕНИЕ ТРАНСПАРЕНТНОСТИ**

16. Наиболее часто задаваемый вопрос в отношении фьючерсных рынков состоит в том, в какой степени спекулятивные сделки определяют цены в сравнении с обычной коммерческой деятельностью. До наступления эры электронной торговли различные брокерские дома ежедневно представляли неофициальные резюме торговых сделок, совершенных игроками в биржевом зале. Сегодня сами биржи или их клиринговые центры<sup>12</sup> способны решать данный вопрос с использованием самой точной информации. На электронной бирже ведется моментальная регистрация потока заказов и сделок, данные по

---

<sup>12</sup> Группа СМЕ сама проводит клиринговые расчеты по своим сделкам; клиринговые расчеты по товарным фьючерсным сделкам биржи Euronext Liffe проводятся Лондонской расчетной палатой.

которым даются в разбивке по типам трейдеров. Биржи могут предоставлять эти данные CFTC с целью их ежедневного публикации таким образом, чтобы можно было определить количественное соотношение спекулятивных и коммерческих сделок купли-продажи. Такая информация позволила бы обеспечить существенно более полную картину состояния рынка, нежели та, которая дается в докладе СОТ, за счет определения типов торговых сделок, ведущих к росту или снижению цен. Биржам в других странах также следовало бы принять подобные требования к отчетности.

### **С. ПРАВИТЕЛЬСТВЕННАЯ ПОЛИТИКА**

17. Внезапные правительственные интервенции, такие как эмбарго, повышение экспортных тарифов или введение квот, приводили к резким скачкам фьючерсных цен на протяжении последних нескольких лет, давая эффект, противоположный желаемому.

### **D. ОБЕСПЕЧЕНИЕ БЛАГОПРИЯТНЫХ ПОСЛЕДСТВИЙ РОСТА ЦЕН ДЛЯ ПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ**

1. Одна из важнейших проблем рынка заключается в том, что изменения цен на фьючерсных рынках лишь в незначительной степени сказываются на производителях. Следствием "размывания" влияния роста цен на фьючерсных рынках на пути к производителю является слабая реакция со стороны предложения; такое положение определяется рядом различных факторов:

- меры по защите внутренних цен;
- непрозрачность местных рынков;
- эгоистическая монополия ссудная и закупочная практика посредников;
- длинная цепочка поставок;
- очень большая географическая отдаленность пунктов доставки по фьючерсным сделкам от районов возделывания культур.

19. Хотя большинство из этих проблем необходимо решать на уровне каждой отдельной страны, последнюю из них, а именно касающуюся пунктов доставки, можно решить за счет использования существующих бирж либо за счет создания новых. Так, например, хотя большая часть мирового производства какао приходится на долю Западной Африки, цена контракта на какао, торгуемого на бирже Euronext Liffe<sup>13</sup>, устанавливается на основе доставки в порты Северной Европы, такие как Амстердам, Антверпен и Гамбург. Создание товарной и/или фьючерсной биржи в Гане или Кот-д'Ивуаре, которые являются основными странами – производителями какао, способствовало бы более тесной увязке динамики цен на какао в европейских центрах с положением производителей данного товара<sup>14</sup>.

20. Аналогичным образом, на рынках таких товаров, как рис, товарные биржи могли бы помочь удовлетворению региональных потребностей в области ценообразования. В связи с огромным числом различных сортов риса и различными предпочтениями потребителей невозможно определить какой-либо один отдельный контракт, который действовало бы в качестве глобальной типовой схемы. Контракт с самым большим объемом торговли – контракт СМЕ на необрушенный рис – устанавливает цену на необрушенный рис с доставкой на склады Арканзаса и в наибольшей степени отвечает потребностям внутренних компаний, выращивающих рис и перерабатывающих его в крупу. В Таиланде правительство проводит открытые аукционы для экспортных закупок через Сельскохозяйственную фьючерсную биржу Таиланда. Данная модель является привлекательным механизмом, поскольку дает фермерам определенные ориентиры в

---

<sup>13</sup> На Межконтинентальной бирже США контракт на какао торгуется с доставкой в порт Нью-Йорка.

<sup>14</sup> В настоящее время в Гане и Кот-д'Ивуаре предпринимаются усилия по решению проблемы установления надлежащих цен на сырьевые товары.

отношении цен, и она может быть тиражирована в других районах, особенно в странах, активно проводящих политику защиты этого сектора. В ряде латиноамериканских стран биржи организуют торговлю сельскохозяйственными "тарифными пакетами" в качестве средства обеспечения транспарентности и эффективности цен при импорте таких "чувствительных" товаров, как рис и кукуруза. Данная схема также является полезной моделью реализуемого биржами механизма обеспечения воздействия роста цен на положение производителей.

## Е. ВОЛАТИЛЬНОСТЬ

21. Волатильность рынков продовольственных товаров является результатом как основополагающих факторов, так и спекулятивного притока управляемых денежных средств. Существуют самые различные мнения в отношении того, каким образом институциональные денежные потоки изменили характер рынков, особенно после расширения лимитов. В то время как финансовые компании утверждают, что они обеспечивают для рынка дополнительные объемы и ликвидность, другие высказывают мнение о том, что крупные заказы порождают волатильность и скачкообразную динамику цен. В августе 2010 года, в период резкого скачка цен на пшеницу, цены на этот товар на бирже СМЕ достигали верхних и нижних лимитов в течение двух дней подряд. Высокая частотность торговых операций также представляет собой противоречивую проблему, и в недавней статье CFTC отмечалась необходимость "обуздания" подобной практики; при этом указывалось, что "*паразитическая торговля*" на деле не способствует обеспечению основных функций рынка<sup>15</sup>.

22. Много дискутируется также вопрос о влиянии пассивных денежных фондов (индексных фондов и своп-дилеров), причем эксперты, придерживающиеся различных точек зрения, утверждают, что эти средства ведут к хроническому росту цен и погружают рынки в состояние "контанго"<sup>16</sup> в случае некоторых фьючерсных контрактов. В своем Докладе о торговле и развитии за 2009 год ЮНКТАД указывает, что крупный приток средств денежных фондов ведет к тому, что на товарных фьючерсных рынках гипотеза "эффективного" рынка не подтверждается, поскольку закупки и продажи фьючерсных контрактов на сырьевые товары своп-дилерами и индексными фондами абсолютно не связаны с фундаментальными рыночными факторами предложения и спроса<sup>17</sup>, а зависят, скорее, от способности фондов привлекать подписчиков. Несмотря на характер перераспределения рынков во фьючерсной торговле, при котором прибыли и убытки уравнивают друг друга, пассивные фонды с успехом создают пакеты фьючерсных контрактов и продают их институциональным инвесторам в качестве альтернативной категории инвестиций. Вместе с тем многие могли бы согласиться, что эти пассивные фонды не влияют на уровни волатильности, поскольку их торговая деятельность заключается лишь в "переносе вперед" своих позиций, и сроки этих "переносов" объявляются в их проспектах. Что касается контрактов на пшеницу СМЕ, то на долю своп-дилеров приходится примерно 40% длинных открытых позиций, или примерно 1 млрд. бушелей (27 млн. метрических тонн), что эквивалентно 2½ объемам урожая озимой пшеницы США сорта "софт ред". На долю управляемых денежных фондов (которые включают активные хедж-фонды и пассивные индексные фонды) по состоянию на сентябрь 2010 года приходилось еще 20% объема длинных открытых позиций.

23. В целях решения проблемы высокой волатильности фьючерсные биржи прибегают к установлению лимитов как в отношении позиций, так и в отношении цен. Очевидно, можно было бы ввести некоторые другие средства регулирования волатильности:

---

<sup>15</sup> "Rein in the Cyber-Cowboys," Bart Chilton, CFTC Commissioner, *Financial Times*, Sept 6

<sup>16</sup> "Контанго" – это состояние рынков, при котором каждый последующий фьючерсный контракт торгуется по более высокой цене, чем предыдущий.

<sup>17</sup> Доклад о торговле и развитии, 2009 год, глава II, "Финансализация товарных рынков", ЮНКТАД.



- ограничение общего объема заказов на рынке за тот или иной конкретный период времени;
- введение запрета на слишком частое заключение торговых сделок;
- применение лимита позиций по контрактам "spot" с поставкой в следующем месяце в отношении более продолжительного периода времени, предшествующего месяцу поставки;
- изменение контрактов на физические поставки, предусматривающее переход на окончательный расчет наличными;
- ежемесячный окончательный расчет по контрактам – либо на основе физической поставки, либо на основе расчета наличными;
- установление положения, предусматривающего истечение срока действия отгрузочных свидетельств или складских расписок не позднее чем через один год после их выдачи;
- уменьшение степени использования заемного капитала путем увеличения разницы между себестоимостью и продажной ценой (маржи);
- сокращение существующих лимитов позиций.

24. Ни одно из этих решений не свободно от противоречий или недостатков; биржи будут возражать против многих из них, поскольку некоторые предлагаемые решения могут вести к сокращению объема торговли и, тем самым, снижать прибыль.

25. В качестве альтернативы биржи могли бы рассмотреть, например, вопрос о разработке глобального контракта на "самую дешевую в мире пшеницу". Хотя подобный контракт должен быть весьма тщательно проработан, прецедент имеется: контракт Euronext Liffe на рафинированный сахар (введенный в 1983 году) представляет собой глобальный контракт с поставкой на условиях фоб в 41 страну пяти континентов. Биржи могли бы разработать аналогичный контракт для пшеницы или же в качестве альтернативы – индекс, отражающий цены на пшеницу в ряде крупных стран-производителей (помимо США и ЕС), таких как Китай, Индия, Аргентина, Канада, Южная Африка и Австралия, где товарные фьючерсные контракты используются в качестве механизмов установления цены производителей. Аналогичным образом можно было бы распространить на большее число стран индекс, подобный индексу, публикуемому Международным зерновым союзом. Использование глобального контракта на пшеницу дало бы правительствам альтернативный инструмент контроля текущих цен товарных фьючерсных сделок, а также позволило бы им обеспечить более оптимальную увязку цен с положением производителей.

26. Вследствие ряда структурных изменений как на фьючерсных рынках, так и на основополагающих рынках сельскохозяйственных сырьевых товаров, в обозримом будущем уровни цен и их волатильность будут, вероятно, оставаться высокими. Более высокие цены будут необходимы для содействия росту производительности труда и развития инфраструктуры. Вместе с тем проблема волатильности может быть отчасти решена биржами и регулируемыми органами. Наконец, мировому сообществу необходимо приступить к обсуждению вопроса о том, по-прежнему ли нынешние сырьевые фьючерсные биржи сохраняют свою актуальность для основополагающих товарных рынков в качестве средства установления цен и перераспределения рисков или же они превратились в инструмент соперничества игроков, стремящихся выиграть в игре с нулевым исходом.