

13. *Татаренко Н.* Економічний націоналізм проти глобалізаційних впливів? // <<http://www.politdumka.kiev.ua>>.
14. *Теплицкий Ю. М.* «Запад-Восток» и феномен славянской цивилизации. История и альтернативные сценарии развития. — К.: Аристей, 2005. — 448 с.
15. *Хасбулатов Р.* От ельцинского «недогосударства» — к путинскому государству // *Международная экономика.* — 2008. — №7. — С. 5–26.
16. Цивилизационная структура современного мира. — Т 2. — Макрохристианский мир в эпоху глобализации. — К., 2007. — 692 с.
17. *Шморгун А. А.* Историческая типология этнонациональных форм в культурно-цивилизационном измерении // *Цивилизационные модели современности и их исторические корни.* — К., 2002. — С. 219–235.
18. *Шморгун А. А.* Национально-корпоративный авторитаризм: Шарль де Голль // *Цивилизационные модели современности и их исторические корни.* — К., 2002. — С. 321–322.
19. *Эндрейн Ч. Ф.* Сравнительный анализ политических систем. Эффективность осуществления политического курса и социальные преобразования. — Пер. с англ. — М.: Изд. дом «Инфра-М», Изд. «Весь мир», 2000. — 320 с.

Надійшла до редакції: 04.02.2010

УДК 330.35.011

С. О. Силантьєв, канд. техн. наук, доцент,
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»

ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ МАЙБУТЬОГО

З метою аналізу майбутнього кредитних похідних фінансових інструментів проведено дослідження їх ролі у передкризові часи до фінансової і економічної кризи 2008 року. Визначено широке використання похідних фінансових інструментів, майже на рівні 100 %, для менеджменту кредитними ризиками у розвинутих країнах світу: Голландії, Канади, Швейцарії, Британії, Франції, Японії. Загальний об'єм світового ринку похідних фінансових інструментів у передкризові часи за даними BIS перевищував 450 трлн дол. США. На основі проведеного аналізу узагальнено пропозиції групи G20/FSF і групи спеціалістів ЄС щодо невідкладних регуляторних реформ у напрямку підвищення фінансової стабільності на міжнародному і національному рівні.

С целью анализа будущего кредитных производных финансовых инструментов проведено исследование их роли в предкризисные годы до финансового и экономического кризиса 2008 года. Определено широкое использование кредитных производных финансовых инструментов, около 100 процентов для менеджмента кредитными рисками в развитых странах: Голландии, Канаде, Швейцарии, Британии, Франции, Японии. Общий объём мирового рынка производных финансовых инструментов в предкризисные годы по данным BIS превышал 450 трлн дол. США. На основе проведенного анализа обобщены предложения группы G20/FSF и группы специалистов ЕС относительно неотложных регуляторных реформ в направлении повышения финансовой стабильности на международному и национальному уровне.

For the goal of analyses of credit derivatives future their role before financial and economic crises 2008 was researched. Wide using credit derivatives (near 100 percent) to credit risks management in development countries: Holland, Canada, Switzerland, Britain, France and Japan are defined. World market of credit derivatives before crises on BIS analysis was \$ 450 trillion dollars. On the bases of G20/FSF group analyses and EC team group immediacy regulation reforms on higher financial stability in international and domestic markets are formulated.

Ключові слова: похідні фінансові інструменти, кредитні похідні фінансові інструменти, кредитні ризики, менеджмент кредитними ризиками.

Ключевые слова: производные финансовые инструменты, кредитные производные финансовые инструменты, кредитные риски, менеджмент кредитными рисками.

Keywords: derivatives, credit derivatives, credit risk, credit risk management.

Природа абсолютної більшості економічних подій пов'язана з управлінням кредитними позиціями, що формуються за допомогою широкого спектру фінансових інструментів, у тому числі, і похідних фінансових інструментів [1, 2]. Метою цього управління є подолання потенційних ризиків, що пов'язані з сформованими кредитними позиціями. У світовій економічній практиці проблеми досягнення зазначеної мети вирішуються такими інститутами: банками, хеджевими фондами, брокерськими фірмами, страховими компаніями, фондами спільного інвестування, пенсійними фондами, корпораціями, державним фінансовими установами та регуляторними органами. Кожна із вищенаведених установ має різні економічні і регуляторні мотиви щодо утримання довгої чи короткої позиції протягом певного проміжку часу. Останні двадцять років для управління кредитними позиціями на міжнародних ринках капіталу широко використовуються кредитні похідні фінансові інструменти (КПФІ).

КПФІ дозволяють здійснювати вирішення таких проблем:

- хеджування та/або управління кредитною позицією;
- трансфер кредитного ризику;
- створення левереджу або підвищеної доходності позиції;
- декомпозиція ризиків, пов'язаних з базовими фінансовими інструментами (наприклад конвертаційний облигаційний арбітраж);
- створення синтетичних позицій аналогічно кредитам або зобов'язанням з фіксованою доходністю, яких не існує на ринку на визначену дату погашення;
- активне управління кредитним ризиком з врахуванням портфельного підходу;
- використання у якості альтернативи до ПФІ на акції (наприклад PUT опціонів «зовні грошей») для уявлення динаміки або напрямку волатильності активів компанії;
- управління капіталом з точки зору відповідності до регуляторних вимог.

Метою статті є проведення аналізу кредитних похідних фінансових інструментів, їх ролі у фінансовій та економічній кризі 2008 року та майбутнє цих інструментів з точки зору регуляторних проблемних нововведень, запропонованих групою G20/FSF, що розпочали широко впроваджуватися на міжнародних та національних фінансових ринках з квітня 2009 року.

Із теорії аналізу економічних і фінансових криз, що сталися у ХХ ст., на основі робіт Ф. Аллена, Д. Гейла, Г. Камінського, С. Рейнхарта, Ф. Мішкіна відомо, що фінансові кризи проходять *три* фази:

— перша, розпочинається *фінансовою лібералізацією* із створенням центральним банком мотивації у збільшенні запозичень домогосподарствами для споживання або інших аналогічних інституціональних рішень всередині країни. У результаті розширеного кредитування розпочинають підвищуватися ціни на ліквідні споживчі товари, нерухомість інші ринкові активи. Зростання цін здійснюється протягом кількох років, доки не настає гранична межа для цього процесу;

— протягом другої фази *міхур, утворений зростанням цін*, може лопнути протягом дуже короткого періоду часу, можливо навіть за кілька днів або місяців, хоча цей проміжок часу може бути дуже тривалим;

— третя, характеризується *наявними дефолтами багатьох фірм* та широкого кола учасників фінансового ринку, які запозичували ринкові активи у передкризовий період за підвищеною ціною. У цей процес можуть бути втягнутими фінансові інститути, банки, які можуть з свого боку виступити джерелом поглиблених кризових явищ у економіці. Складнощі у фінансовому секторі країни, що можуть розповсюджуватися на міжнаціональному рівні, іноді виступають головним чинником кризових явищ у реальному секторі економіки протягом декількох років [3–5].

Альтернативним підходом до розвитку кризових явищ у економіці є аналіз, запропонований Р. МакКіноном, Х. Піллом, лауреатом Нобелівської премії П. Кругманом. Цей підхід базується на помилках уряду з точки зору формування політики

у напрямку фундаментальних економічних проблем організації ринку всередині країни. Результатом цієї помилкової політики уряду учасники фінансового ринку, особливо банки не мають *економічних мотивів* у дотриманні ринкової дисципліни. Вони здійснюють спекулятивні інвестиції, наслідком чого є суттєве підвищення ринкових цін протягом тривалого часу і, як результат, різке їх падіння, тобто вибух мішура, створеного у такий спосіб [6, 7].

Спільним для цих теоретичних підходів у формуванні фінансової і економічної кризи є відхилення від ринкової дисципліни учасниками і, як наслідок, неконтрольоване, спекулятивне зростання цін на споживчі товари, тобто порушення основного закону економіки — справедливого ціноутворення ринкових активів.

Якщо з точки зору вищенаведених підходів проаналізувати динаміку розвитку фінансової системи США необхідно підкреслити, що на початку 1970-х років вартість усіх цінних паперів первинного і вторинного ринків у США дорівнювала лише 7 % ВВП країни. На кінець 2007 року макроекономічні дані були зовсім іншими:

— розширення об'єму ринку підвищеної доходності: на 1978 рік — 10 млрд дол. США, на 2007 рік — 1 трлн дол. США;

— на 2006 рік 60 % зростання синдиційованих кредитів (1,5 трлн дол. США), з яких 33 % були з підвищеним левереджем (фінансувалися не банківськими установами, а забезпечувалися зобов'язаннями хеджевих фондів);

— домогосподарства США мали сукупні борги у розмірі 122 % від ВВП;

— поточний державний борг США дорівнював 9 трлн дол. США (без урахування майбутніх зобов'язань по соціальному захисту населення та медичним страхівкам);

— високі корпоративні борги, бізнес сектор та фінансовий сектор мали борги у 23 трлн дол. США;

— на початок 2007 року США для вирішення боргових проблем запозичили на світовому фінансовому ринку 860 млрд дол. США (біля 6,5 % ВВП);

— загальна фінансова заборгованість США 48,4 трлн дол.

Ці суттєві зрушення у напрямку створення і швидкого розвитку фінансових інститутів здійснилися, по-перше, завдяки теоретичним роботам 1973 року Ф. Блека, М. Шоулса, Р. Мертона відносно визначення справедливої ціни опціону і, по-друге, запровадження в обіг у 1993–1994 роках вузького типу КПФІ на загальному ринку похідних фінансових інструментів (ПФІ), головною рисою яких було відокремлення кредитного ризику від самого кредиту.

І сьогодні торгівля КПФІ не здійснюється на організованих прозорих біржах, їх обіг, у більшості випадків, поки ще продовжується на позабіржовому ринку ПФІ. Крім того, зростання частки ринку КПФІ до кризи 2008 року було прискореним, у порівнянні з іншими ПФІ. На думку П. Шонбухера, «...зміни на традиційних кредитних ринках, що виникли завдяки використанню технологій структурування, можна порівняти з індустріальною революцією у сфері матеріального виробництва» [8].

КПФІ, як інструмент фінансового ринку, здійснює трансфер кредитного ризику з однієї сторони контракту до іншої. Сторона контракту, яка приймає на себе ризик завдяки процесам сек'юритизації може бути учасником ринку. Таким чином, утримувач такого контракту, що прийняв на себе кредитні ризики з відповідною доходністю, яка оцінюється на основі методів фінансової інженерії з урахуванням кредитних рейтингів такого фінансового інструменту, стає віртуальним або синтетичним утримувачем кредитних активів. Це дозволяє утримувачу контракту здійснювати торгівлю його кредитним ризиком без володіння його реальними базовими активами (кредитами, облігаціями, зобов'язаннями та іншим забезпеченням). Таким чином, той факт, що ринок синтетичних фінансових інструментів, принципово не має обмежень у порівнянні із кредитним або з облігаційним ринками, веде до того, що КПФІ стають альтернативним паралельним ринковим інструментом, який безпосередньо впливає на капіталізацію компаній, подібно акціям та облігаціям, як це було доведено Ф. Модільяні та Міллером [9]. Таким чином, КПФІ є інстру-

ментами, що забезпечують прозору ринкову торгівлю кредитним ризиком з запозиченнями різного типу, синтетичними активами, побудованими на основі запозичень, їх портфелями тощо. Відповідно до вищенаведеного, кредитний ризик, є природною складовою будь якого кредиту, а кредит на сучасному етапі розвитку є характерною рисою суспільства.

Розвинута частина сучасного світового суспільства живе *в кредит*, а інша, що розвивається, живе *на кредити*. Поточне маргінальне споживання, кожного споживача може бути підвищено на основі широкого доступу до кредитів. Кредит дозволяє споживачам споживати значно більше, ніж їх заробітна платня. Таким чином, кредит є невід'ємною рисою економіки споживання (конс'юмеризації) і приводним ременем світової економіки. Але з іншого боку, сутність кредитного ризику у тому, що потенційна вартість у майбутньому може бути не отриманою. Тобто, кредитний ризик сьогодні є найважливішим економічним ризиком для суспільства. Майже більше 10 останніх років глобальна економіка знаходиться у зростаючому міхурі споживацького кредиту. Починаючи з 2001 року спостерігається тенденція збільшення об'єму корпоративних дефолтів. Тільки у США за 2001 рік здійснилося 211 дефолтів на суму 115 млрд доларів. А тільки у січні 2002 року наявними були 41 дефолт на загальну суму 31 млрд доларів. Характерною рисою цієї тенденції є збільшення об'ємів кожного із дефолтів, їх тривалості, втрати великої кількості робочих місць, втрати інвестицій, втрата грошей платниками податків, втрата довіри до корпоративних систем управління. Суми втрат від фінансової і економічної кризи 2008 року точно ще не підраховані, але оцінюються не менше 3 трлн дол. США.

У Росії зростання обігу біржових ПФІ з 2000 року було на рівні 168 % річних. З цього об'єму, 89 % ПФІ було зв'язано з обмінними курсами, об'єм яких збільшився з 7,9 млрд дол. США у 2004 році до 19,5 млрд дол. США у 2007 році. Хоча, необхідно підкреслити, що у той час коли зростає використання торгівлі ПФІ на обмінний курс, ринок ПФІ на відсоткову ставку, ринкові активи, товарні ПФІ розвиваються дуже повільно. Причому, у передкризові часи, можна було спостерігати тенденцію з зменшенням прозорості міжнародних компаній країн, що розвиваються на національному ринку і зсування їх ліквідності з національного ринку на міжнародні ринки. За усередненими оцінками офшорні об'єми торгівлі ПФІ більше об'ємів внутрішнього ринку у 5–7 разів [10]. Необхідно підкреслити, що країни, що розвиваються, взагалі не мають збалансованого законодавчого середовища щодо обігу контрактів на ПФІ і це є першочерговим завданням для розвитку національного ринку ПФІ. Потрібно провести масштабну роботу по створенню саме законодавчих основ у розвитку ринку ПФІ, з наданням можливості економічного розвитку національним компаніям і економіки країни в напрямку менеджменту ризиків, як з боку банків, так і з боку корпорацій. Спільна робота повинна бути зосереджена у наступних першочергових напрямках:

— створення законодавчих основ щодо легального інфорсменту виконання транзакцій з використанням ПФІ;

— створення законодавчих основ щодо нетінгу у законі про платоспроможність компаній;

— створення законодавчих основ з посиленою ефективністю виконання транзакцій з забезпеченням і законодавче визначення забезпечення у випадку втрати платоспроможності учасників ПФІ контракту.

У розвинутих країнах, таких як Голландія, Канада, Швейцарія, Британія та ін., на основі досконалого законодавства відносно ПФІ, яке знаходиться у постійному русі у бік покращення для управління кредитними ризиками, питома вага цих інструментів для національних компаній для управління кредитними ризиками знаходиться на рівні майже 100 % (рис. 1). Крім того, у Британії багато шпиталів фінансується шляхом запозичення на фінансових ринках шляхом емісії вторинних забезпечених цінних паперів. По галузям економіки: для компаній, основний вид

діяльності яких — сировинні матеріали, питома вага фінансових інструментів для управління кредитними ризиками на рівні 97 % (рис. 2). Використання ПФІ для управління різними типами ризиків представлено на рис. 3. Загальну кількість контрактів на ПФІ наведено на рис. 4.

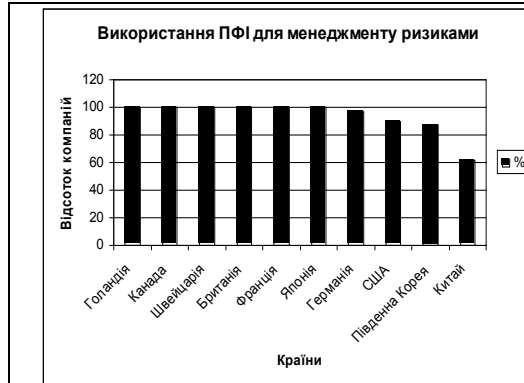


Рис. 1. Відсоток компаній, що використовують ПФІ для менеджменту ризиками

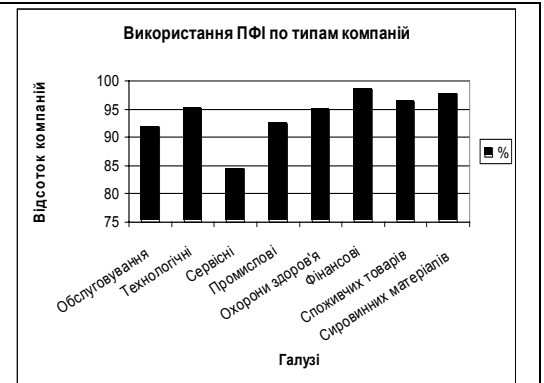


Рис. 2. Відсоток галузевих компаній, що використовують ПФІ для менеджменту ризиками

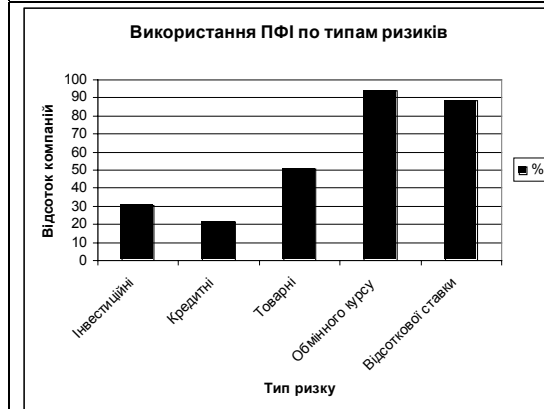


Рис. 3. Відсоток галузевих компаній, що використовують ПФІ для менеджменту різних типів ризиків



Рис. 4. Загальна кількість контрактів на похідні фінансові інструменти (дані BIS, липень 2009 року)



Рис. 5. Об'єм ринку похідних фінансових інструментів (дані BIS, липень 2009 року)



Рис. 6. Об'єм ринку похідних фінансових інструментів у валютах (дані BIS, липень 2009 року)

Загальні об'єми ринку ПФІ у доларовому еквіваленті та в основних світових валютах наведено на рис. 5 та 6.

На думку спеціалістів групи G20/FSF, недоліком регуляторних реформ у напрямку фінансової стабільності і визначенні систематичних ризиків є фокусування уваги продунційного нагляду тільки на мікрорівень. З цієї точки зору потрібно розширювати макро продунційний нагляд, який повинен здійснюватися у комбінації наступних форм:

— *моніторинг та оцінювання систематичних ризиків* на глобальному, регіональному та національному рівнях. Найбільш придатними інститутами сьогодні, на думку експертів, для вирішення цих завдань є Міжнародний валютний фонд, Світовий банк і FSB. На регіональному та національному рівнях виконання цієї ролі центральними банками знаходиться під великим питанням;

— *упровадження проти циклічних заходів у розвитку економіки*. На сьогодні ще немає відповідних інструментів, що запобігають циклічному розвитку у економіці. Впровадження регуляторних актів щодо інфорсменту делевереджу у фінансовій системі, формування депозитів для запобігання підвищених ризиків або їх комбінації. Будь-які міри оцінювання ризиків повинні бути адаптованими до відповідних рівнів страхового капіталу. Реалізація заходів політики запобігання циклічного розвитку повинна бути миттєвою і у відповідному об'ємі з урахуванням впливу цих заходів на розбалансування у функціонування світової економіки;

— *найбільша увага повинна бути до компаній, які за власною природою є джерелом виникнення систематичних ризиків*. Консультанти G20 звертають увагу на те, що ці компанії повинні бути під систематичним моніторингом. Міжнародний валютний фонд і FSB, у зв'язку з цим намагаються створити нормативні документи щодо вирішення проблеми визначення таких компаній. Але доти, доки таких документів не розроблено вимоги до резервування капіталу будуть підвищеними до усіх компаній без виключення. Це тимчасові вимоги, але вони пов'язані з труднощами теоретичного визначення справедливих границь резервування капіталу, які визначають межу несистемного і системного розвитку подій;

— *впровадження директивних вимог по капіталу для європейських фінансових установ, які повинні діяти до кінця 2010 року*. У цілому вони є удосконаленими версіями Базеля-II, і направлені на підвищення вимог до резервування капіталу і підвищення інтенсивності моніторингу фінансової діяльності;

— *впровадження сценарних методів оцінювання ризиків, які є удосконаленими версіями звичайних VaR алгоритмів*. Оновлені методи оцінювання ризиків повинні застосовуватися до несек'юритизованих і для сек'юритизованих продуктів;

— *створення робастних методик і підходів у напрямку менеджменту ліквідності*. Ці методики повинні бути розробленими для усіх регіональних ринків, враховуючи суттєві розбіжності їх бізнесового середовища;

— *вирішення всіх питань щодо моніторингу систематичних ризиків повинні здійснюватися централізовано європейською комісією з питань систематичних ризиків*.

Що стосується похідних фінансових інструментів, то у червні 2009 року ЄС запропонувала ряд документів для обговорення можливих реформ на ринку похідних фінансових інструментів в Європі у наступних напрямках:

— *просування централізованого клірингу з одночасним підвищенням стандартизації*. На європейському ринку повинні бути розробленими відповідні класи контрактів з використанням похідних фінансових інструментів, які відносяться до широких, але обмежених класів стандартних контрактів. Хоча комісія розуміє, що потрібно створити такі достатні класи стандартних контрактів, на основі яких у майбутньому не зміг би розвиватися фрагментарний ринок;

— *підвищення ефективності ризик менеджменту на двосторонній основі*. ЄС вважає, що деякі контракти не будуть мати можливості централізованого клірингу. З цієї точки зору, повинні працювати більш ефективні технології оцінювання ризиків;

— підвищення прозорості і просування методів публічної торгівлі з широким використанням економічних механізмів. Створення нових методів звітності з питань позабіржової торгівлі похідними фінансовими інструментами. ЄС бачить, що електронна торгівля на платформах типу (MTF) є логічним продовженням після впровадження централізованого клірингу.

М. Шоулс, виступаючи в університеті наприкінці 2008 року, висловив думку про те, що ПФІ і КПФІ вийшли із під контролю і тільки уряд повинен зробити не-легкі, але дієві кроки у напрямку скорочення об'єму ринків цих інструментів. Позабіржова торгівля цими інструментами повинна бути забороненою, а всі без виключення ПФІ на акції, відсоткові свопи, кредитні дефолтні свопи повинні бути переведені для торгівлі на ринки, що регулюються. В таких умовах, на думку М. Шоулса, банки не втратили б більше, у порівнянні із тим, що вже втратили завдяки відсутності регулювання позабіржової торгівлі ПФІ, яка надавала можливість приховувати реальні ризики, і шахрайство у банках. Саме впровадження на регуляторному рівні цих дієвих економічних механізмів забезпечать повернення довіри до банківської системи, а не гасла про прозорість банківської системи і про справедливість бонусів, що отримуються топ-менеджментом фінансових установ.

Комітетом з регулювання ринку капіталів у відповідь на фінансову кризу представлений звіт «Глобальна фінансова криза: План регуляторних реформ», основні положення якого зосереджені на чотирьох напрямках:

1. Зниження системних ризиків за допомогою більш чутливого регуляторного законодавства, побудованого за універсальною юридичною архітектурою.
2. Підвищення ефективності фінансової звітності з метою захисту інвесторів і стабілізації ринків.
3. Створення універсальної регуляторної системи, де рядок кожного рахунку є зрозумілим і прозорим, а всі складові цієї системи повинні відновити три основи стабільності — регуляторну, моніторингову та прозорості.
4. У зв'язку з тим, що всі 57 пропозицій звіту мають глобальний вимір, тому для ефективності системи у цілому необхідна гармонізація запропонованих рішень на інтернаціональному рівні, з метою досягнення максимальної прозорості на усіх великих світових ринках, яка регуляторними чинниками запобігає реалізації будь-яких арбітражних можливостей.

Література

1. Black F., Scholes M. The Valuation of Option Contracts and a Test of Market Efficiency // *Journal of Finance*. — May 1972. — № 27. — P. 399–418.
2. Merton R. C. Theory of Rational Option Pricing // *Bell Journal of Economics and Management Science*. — Spring 1973. — № 4. — P. 141–183.
3. Allen F., Gale D. Bubbles and Crises // *Economic Journal, January* Vol. 110. No. 460. 2000. — P. 236–255.
4. Allen F., Gale D. Optimal Financial Crises // *Journal of Finance*. — December 1998. — Vol. 53, №4. — P. 1245–1284.
5. Kaminsky G., Reinhart C. The Twin Crises: the Causes of Banking and Balance-of-payments Problems // *American Economic Review*, 1996. — №89. — P. 473–500.
6. McKinnon R., Pill H. Credible Economic Liberalization and Overborrowing. *American Economic Review*, 1997. — №87. — P. 189–203.
7. Krugman P. Bubble, Boom, Crash: Theoretical Notes on Asia Crisis. WP, Cambridge MA, MIT, 1998 / in the *Economic Journal*. — January 2000. — № 110. — P. 236–255.
8. Schonbucher, P. *Credit Derivatives Pricing Models: Models, Pricing, and Implementation*. John Wiley & Sons, 2003. — 396 p.
9. Modigliani F., Miller M.H. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction // *Amer. Econ. Rev.* — June 1963. — P. 433–443.
10. NFEA. Annual Survey: Russian Bank Derivatives, National Foreign Exchange Association, 2008. — P. 1–54.

Надійшла до редакції: 10.12.2009