

УДК 08.00.08

Т. А. Кучер, заступник директора з операцій на фондовому ринку ДПРІ, ПрАТ «КІНТО», здобувач кафедри фінансових ринків ДВНЗ «Київський національний економічний університет ім. Вадима Гетьмана»

ВПЛИВ ВИКОРИСТАННЯ ІННОВАЦІЙНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ НА ЕКОНОМІЧНУ АКТИВНІСТЬ

У статті розглянуто вплив інноваційних фінансових інструментів іпотечного ринку на ринок нерухомості та зростання економіки. На основі регресійного аналізу встановлено зв'язок між зростанням частки сек'юритизованих іпотечних активів і приростом продажів житла на первинному ринку.

Ключові слова: інноваційні фінансові інструменти, сек'юритизація, іпотечний ринок, ринок нерухомості, економічна активність, цінні папери забезпеченні іпотекою, забезпечені боргові зобов'язання, кредитний дефолтний своп.

Вступ. Високі темпи розвитку фінансового ринку породжують перманентне розширення системи фінансового інструментарію, у вигляді появи нових і покращення існуючих фінансових інструментів задля забезпечення вимог учасників фінансового ринку щодо таких елементів, як зиск, ризик, ліквідність тощо. Згадане розширення зазвичай провокується зміною умов зовнішнього середовища, до якого можемо віднести макроекономічні тенденції, лібералізацію, глобалізацію, нормативно правове регулювання, науково-дослідницькі відкриття, технологічний розвиток тощо.

Постановка задачі. Інноваційні фінансові інструменти покликані підвищувати ефективність процесу акумуляції, розподілу, перерозподілу грошового ресурсу. Особлива концентрація активності у використанні інноваційних фінансових інструментів серед суб'єктів фінансового ринку спостерігалася на іпотечному ринку, де вони виконують функцію засобу в процесі сек'юритизації. Розвиток ринку нерухомості відіграє критично важливу роль в економічному зростанні. Відтак, якщо використання інноваційних фінансових інструментів збільшує ефективність та обсяги іпотечного кредитування це призводить до росту ринку нерухомості та як наслідок збільшення економічної активності в країні.

Закордонна практика нарощення активності використання інноваційних фінансових інструментів спровокувала значний інтерес науковців до впливу інноваційних фінансових інструментів на економічні процеси, що ми можемо спостерігати у роботах Ф. Алена, С. Баттилосси, Х. Бера, Р. Вішні, Д. Гейла, Д. Даймонда, Д. Даффі, Р. Левайна, Ф. Ліса, М. Міллера, Ф. Мишкіна, Р. Раджана, П. Туфано, Б. Рубцова, М. Фархі, Дж. Фінерти, А. Шлейфера, А.Штайнера та інших. Окремі аспекти інноваційних фінансових інструментів були дослідженні у працях вітчизняних науковців, зокрема: Л. Алексеєнко, А. Вожжова, С. Глущенко, Р. Грачової, О. Дзюблюка, В. Євтушевського, Г. Карпенко, В. Корнєєва, А. Кузнєцової, О. Маслова, В. Міщенка, О. Мозгового, С. Науменкової та ін. Однак, глибшого дослідження потребує питання присутності ефекту від використання інновацій в системі фінансового інструментарію на ринок житлової нерухомості, і, як наслідок,

загальної економічної активності. Актуальність цієї проблематики зумовила вибір теми дослідження, окреслила його мету.

Метою статті є аналіз впливу використання інноваційних фінансових інструментів іпотечного ринку на ринок нерухомості та економічну активність.

Результати. Для перевірки гіпотези щодо позитивного ефекту від використання інноваційних фінансових інструментів іпотечного ринку на економічну активність у країні, ми проведемо аналіз відповідних господарських процесів у США з 1965 по 2012 рр.

Як уже зазначалося нами, інноваційні фінансові інструменти на іпотечному ринку, виконують функцію засобу сек'юритизації, яка передбачає механізм трансформування боргових зобов'язань фінансової установи у ліквідні боргові фінансові інструменти, забезпечених активом або пулом однорідних активів. Суть цієї процедури полягає у тому, що частину активів (іпотечних кредитів, споживчих позик, автокредитів, лізингових активів, комерційної нерухомості, об'єктів застави тощо) банк виводить за межі свого балансу і здійснює їх рефінансування шляхом емісії фінансового інструменту, що реалізується на відкритому ринку [1]. Придбання інвесторами цінних паперів дає їм право на одержання фіксованого доходу джерелом якого є проценти та основна сума платежів за сек'юритизованими активами (із грошових потоків активів пулу). До інноваційних фінансових інструментів, які забезпечують сек'юритизацію, ми віднесемо цінні папери забезпечені активами (Asset Basket Securities, ABS), цінні папери забезпеченні іпотекою (Mortgage Backed Securities, MBS) та забезпечені боргові зобов'язання (Collateralized debt obligation, CDO) [2].

Як видно з рис. 1, частка забезпечених борговими активами інструментів на американському ринку починаючи з 1980 року показала значний приріст. У 90-х роках XX ст. сек'юритизовані активи стали найбільшим класом інструментів за обсягами в обігу, а до 2007-ого року сек'юритизованих боргових інструментів знаходилося в обігу більше ніж корпоративних і муніципальних облігацій разом. Фінансова криза 2008 року призвела до скорочення обсягів в обігу цих фінансових інструментів на 11 %, з 11,1 трлн. дол. США в 2007 році, до 9,9 трлн у 2012 році.

Використання згаданих інструментів дозволяє перерозподіляти ризик шляхом трансформації активів фінансової установи в інструменти на основі рефінансування. Інша сторона інвестор — може взяти на себе цей ризик, але через зручний та ліквідний інструмент, отримавши при цьому прибуток. Окрім трансформації ризику, ці фінансові інструменти дозволяють зменшити ризики для інвестора, шляхом додаткової диверсифікації та можливості розшарування грошових потоків. Не слід забувати і про просторові елементи фінансового сектору — нарощення ліквідності, створення вторинного ринку, простоту операцій, зменшення транзакційних витрат тощо.

Зрозуміло, що фінансові інструменти забезпечені активами дозволяють наростити швидкість обертання боргових активів. Фінансова установа, в якій на балансі знаходиться активи (кредити), перерозподіляє їх на користь інвесторів, які не мали змоги до появи таких фінансових інструментів користуватися цим активом. Наприклад, пенсійний фонд не міг прокредитувати придбання будинку, але придбавши фінансовий інструмент забезпечений пулом іпотечних кредитів він фактично це зробив. У свою чергу банк, позбувшись цих активів, міг видати ще один пул кредитів, спонукаючи при цьому до придбання нових будинків. Таке нарощення швидкості обертання боргових активів спонукає до збільшення виробництва.

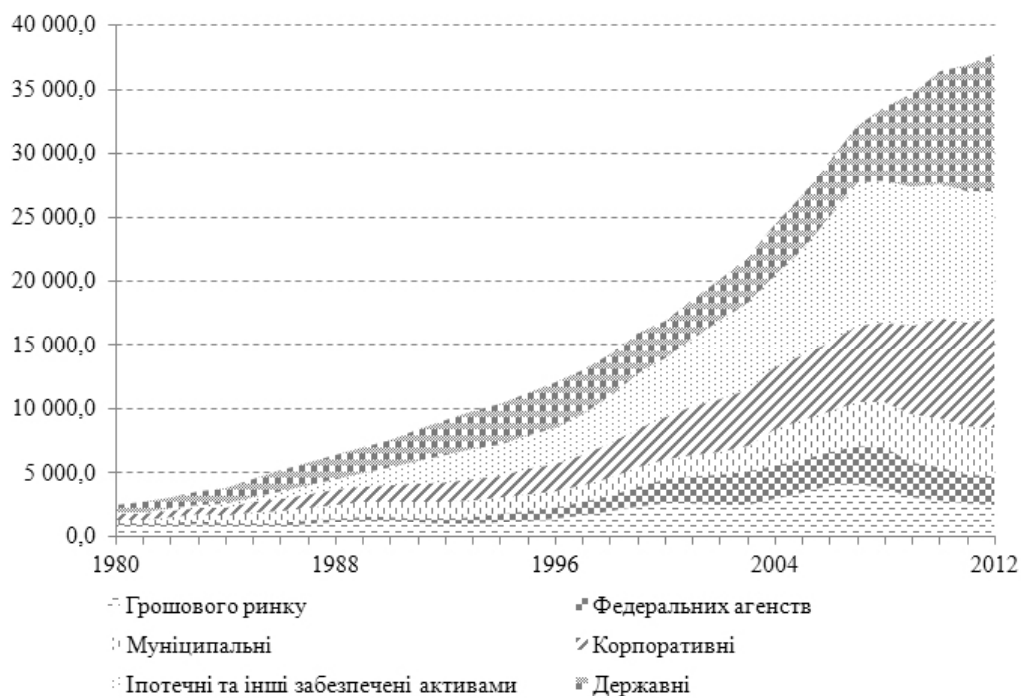


Рис. 1. Обсяг боргових цінних паперів США, що знаходяться в обігу, млрд дол. США¹

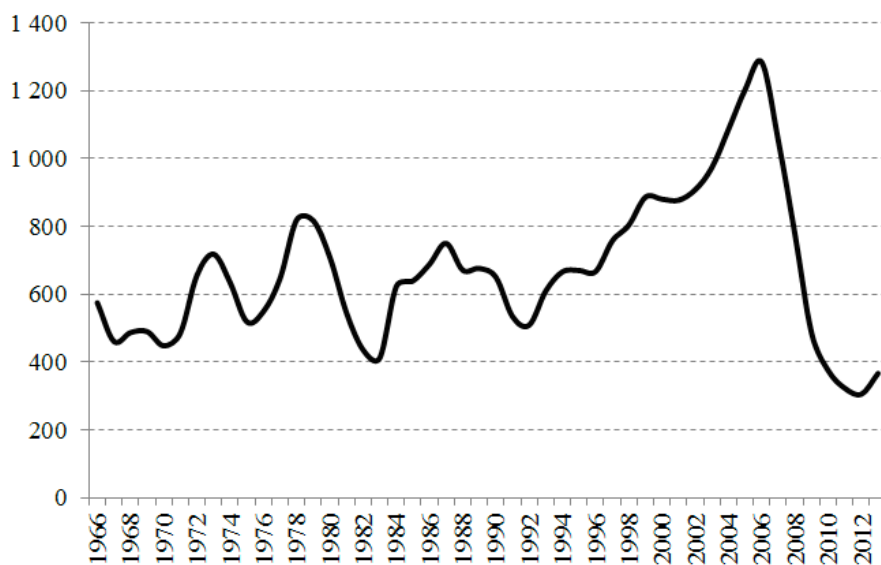


Рис. 2. Річні обсяги продажів житла на одну сім'ю на первинному ринку в США, тис. шт.²

¹ Побудовано автором на основі даних [3]

² Побудовано автором на основі даних [4]

На рис. 2 ми зобразили один з показників ринку житлової нерухомості США, який демонструє значну амплітуду коливань. Але проглядається чіткий тренд нарощення приросту даного показника з 1982 до 2007 рр. з корегуванням на 1987 рік. У кризовий період кількість придбаних будинків на первинному ринку суттєво знизилася.

На рис. 3 ми зобразили обсяги іпотечного кредитування в США за аналогічний період, що і обсяги продажів житла на первинному ринку. З рис. 3 можна побачити, що обсяги іпотечного кредитування за цей період суттєво зросли. При цьому зросла і частка сек'юритизованих іпотечних кредитів, через інноваційні фінансові інструменти.

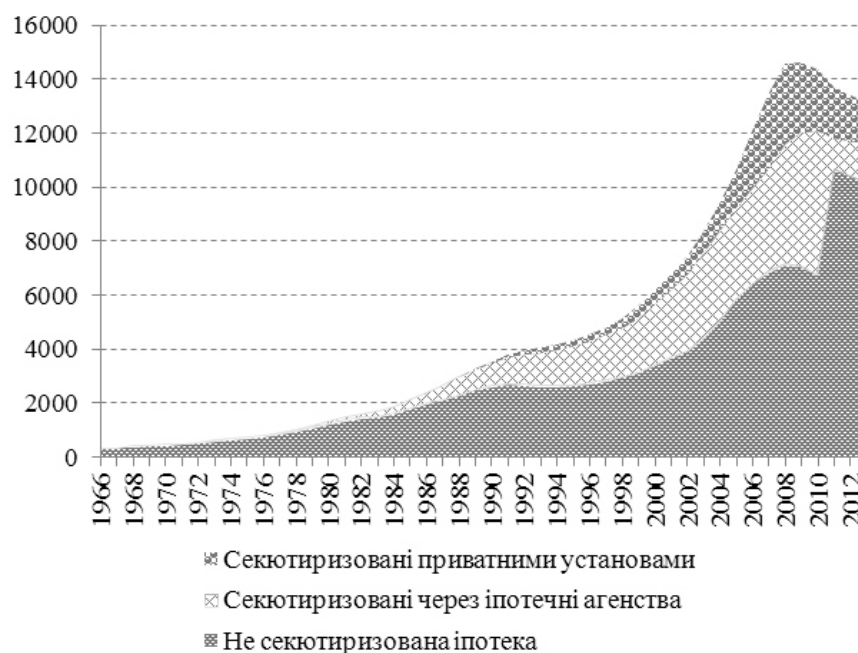
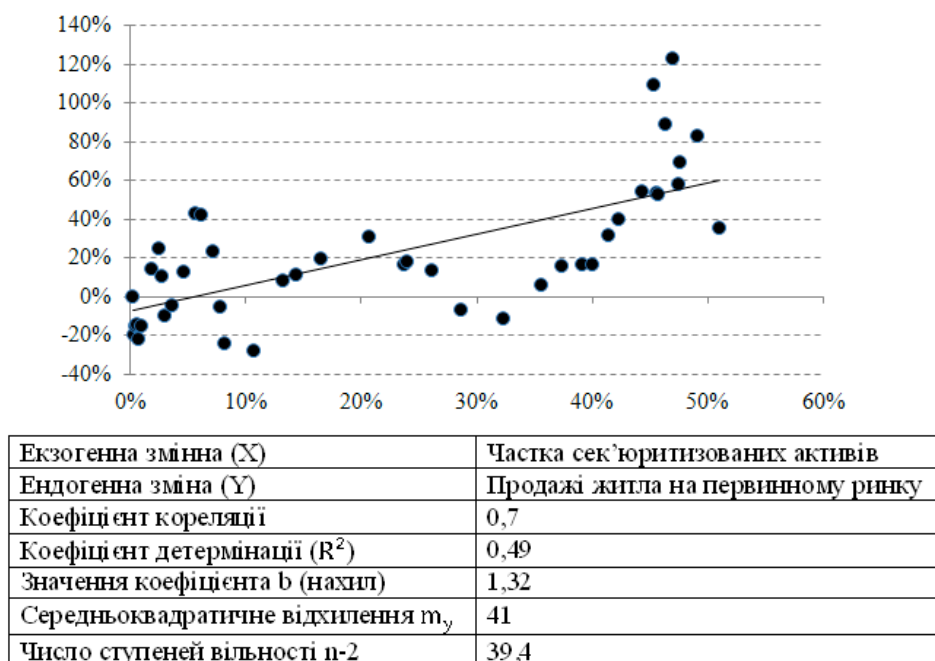


Рис. 3. Обсяг іпотечного кредитування в США
(складено автором на основі даних, млрд дол. США¹ US Federal Reserve)

З'ясуємо, чи є залежність між динамікою частки сек'юритизованих іпотечних кредитів і динамікою обсягу продажу житла на первинному ринку. Для цього побудуємо регресію між згаданими показниками (рис. 4).

Для того, щоб оцінити надійність побудованої регресії використаємо порівняння відношення значень факторної та залишкової дисперсії, розрахованих на одну степінь свободи (показник F) з табличним значенням критерію Фішера, який демонструє максимальне значення критерію під впливом випадкових факторів за поточного степеня свободи та рівня значущості 0,05 (імовірність не приймати гіпотезу за умови, що вона вірна). У нашому випадку $F(39,4) > F$ -критерію Фішера (4,1). Отже це свідчить про статистичну значимість (адекватність) моделі, що підтверджує надійність результатів рівняння регресії.

¹ Побудовано автором на сонові даних [5]

Рис. 4. Параметри регресійного аналізу¹

Таким чином, незалежний фактор (стимул) частка сек'юритизованих активів у загальній іпотеці на 49 % спонукає (забезпечує) динамку обсягу продажу односімейного житла. Коефіцієнт b демонструє, що зміна частки сек'юритизованих активів в іпотеці на 1 % призводить до зміни обсягу продажів на первинному ринку на 1,32 %. При цьому стандартна похибка оцінки заходиться в межах норми та складає 0,25, а похибка показника b — 0,21.

Пояснити цю, доволі значну, залежність можна наступним чином.

Позабалансова іпотека (цінні папери забезпеченні іпотекою (Mortgage-backed securities, MBS) нарощує обсяг кредитування під купівлю житла, адже через вторинний ринок ці активи купують інвестори спонукаючи новий попит, та відповідно нову пропозицію. Тобто ключовим тут є вторинний ринок, що дозволяє заходити в іпотечні кредити через MBS інвестиційним, пенсійним, хедж-фондам, тощо. У свою чергу, використання такого інноваційного інструменту, як кредитний дефолтний своп (Credit default swap, CDS), дозволяло створювати синтетичні інструменти, які не використовували активи, а тільки грошові потоки за допомогою CDS на ці активи. Така схема активно практикувалася при використанні забезпечених боргових зобов'язань (Collateralized debt obligation, CDO). Тобто створення та продаж синтетичних CDO проходив набагато швидше, простіше та дешевше ніж простого CDO. Спрощення, здешевлення, зменшення часових витрат, наявність ліквідного ринку спонукала до збільшення попиту на позабалансову іпотеку, що нарощувало і пропозицію.

Інвестиції в іпотечні активи, не кредитними установами (інвестиційні, пенсійні, хедж-фонди та інші інвестори) відбуваються тоді, коли ці суб'єкти впевнені в перспективах росту ринку нерухомості, тому попит на позабалансову іпотеку спонукає до нової пропозиції.

¹ Побудовано автором на основі проведеного регресійного аналізу.

При створенні CDO на базі іпотечних активів, характеристика цього інструменту дозволяла розшаровувати грошові потоки, перетворюючи, таким чином низькоякісні та високоризикові боргові активи у високоякісні. CDO на базі корзини з MBS різної якості дозволяв інвесторам зменшувати ризики, та розшаровувати їх між учасниками ринку. А присутність CDS давала змогу торгувати кредитним ризиком і хеджуватися від нього. Тобто, через властивості інноваційних фінансових інструментів учасники ринку зменшували ризик іпотечних активів, а це, в свою чергу, спонукало до нарощення попиту та, відповідно, і пропозиції. Тут під пропозицією ми розуміємо трансформацію активів з балансу в позабалансові. В свою чергу, звільнення балансу спонукало до видачі нових іпотечних кредитів, що трансформувалося в нарощення попиту на житло.

Але, показник обсягів первинного продажу житла займає тільки 1/6 ринку нерухомості США. Проте саме продажі нових будинків здійснюють найбільший вплив на економічну активність країни, адже вони стимулюють значні інвестиції, сприяють створенню робочих місць, збільшують витрати та рівень виробництва. Будівельні компанії використовують кредити на будівництво, закупають обладнання, будівельні матеріали, дерево, скло, кабелі, бетон, сантехніку, а також наймають робітників різних спеціальностей, без яких неможливо побудувати будинок. Після того, як будинок був придбаний у його власника починається новий раунд витрат на меблі, побутову техніку та інші аксесуари, який триває ще 12—18 місяців [6]. Тому приріст показника обсягу продажу нових будинків має один з найбільших мультиплікативних ефектів на економічне зростання.

Висновки. На основі побудованої регресії між відносною динамікою обсягів продажу житла на первинному ринку та часткою інноваційних фінансових інструментів на іпотечному ринку ми продемонстрували значний вплив інновацій у системі фінансового інструментарію на ринок нерухомості та економічну активність США. Отримані результати можуть бути використані на вітчизняному фінансовому ринку для покращення ефективності функціонування іпотечного фінансування через впровадження відповідних інноваційних фінансових інструментів. Іпотечний інноваційний інструментарій забезпечить створення вторинного ринку іпотечних активів (об'єкту інвестицій). Призведе до спрощення, здешевлення, зменшення часових витрат конструювання інструментів, які задовольняють попит інвесторів. Дозволить знизити ризик дефолтів шляхом додаткової диверсифікації та розшарування імовірності настання негативної події при інвестиціях у відповідні інструменти. Таким чином, дане впровадження на українському фінансовому ринку буде мати позитивний вплив на обсяги продажу нерухомості, що створить відповідний ефект на економічну активність у країні. Перспективами подальших досліджень є з'ясування негативного впливу від використання інноваційних фінансових інструментів іпотечного ринку.

Література

1. Сек'юритизація активів. Банківська термінологія. Національний банк України / Електронний ресурс. Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua>.
2. Rethinking Financial Innovation. Reducing Negative Outcomes While Retaining The Benefits. World Economic Forum report in collaboration with Oliver Wyman. 2012
3. The Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA) / Електронний ресурс. Режим доступу: <http://www.sifma.org/>
4. The United States Census Bureau / Електронний ресурс. Режим доступу: www.census.gov

5. US Federal Reserve / Електронний ресурс. Режим доступу: www.federalreserve.gov

6. Секрети економічних показників: Приховані ключі до майбутніх економічних тенденцій та інвестиційних можливостей / пер. з англ., За наук. ред. Г.В. Григораш — Дніпропетровськ: Балас бізнес Бук, 2007. — 352 с.

Стаття надійшла до редакції 05.04.2013 р.