Н.Г. Самко, здобувач

ФІНАНСОВІ ІННОВАЦІЇ: ЕФЕКТИВНИЙ МЕХАНІЗМ ХЕДЖУВАННЯ РИЗИКІВ ЧИ СПЕКУЛЯТИВНА ПАСТКА?

У статті розглядаються основні типи фінансових інновацій, етапи їх виникнення та поступового перетворення з ефективних засобів хеджування ризиків на спекулятивні інструменти. Автор аналізує вплив окремих фінансових інновацій на стабільність світової фінансової системи у процесі її посиленої фінансіалізації та наголошує на необхідності державного регулювання ринку фінансових інновацій з метою забезпечення достатньої прозорості та контрольованості даного сегменту фінансового ринку.

The article discusses the basic types of financial innovations, the stages of their origin and the gradual transformation from effective risk hedging mechanism to speculative instruments. Author examines the impact of some financial innovations on stability of the global financial system during the process of finansialization reinforcement and accents on necessity of the state regulation of financial innovation market in order to ensure adequate transparency and controllability of this segment of the financial market.

Ключові слова: *фінансова інновація; інноваційний фінансовий продукт; фінансіалізація; деривативи; кредитні деривативи; сек'юритизація активів; світова фінансова криза.*

Keywords: *financial innovation; innovative financial product; finansialization; derivatives; credit derivatives; securitization of assets; world financial crisis.*

Активізація інноваційних процесів у фінансовій сфері стала провідним фактором розвитку глобальних світових фінансових ринків. Стрімкий розвиток та розповсюдження фінансових інновацій, зростання швидкості переміщення капіталу на фінансових ринках, збільшення спекулятивної складової у посередницькій фінансовій діяльності стали найхарактернішими ознаками нового глобального економічного процесу – фінансіалізації. На початку XXI ст. приголомшуючі обсяги вторинного ринку деривативів та структурованих фінансових інструментів зіграли ключову роль у розширенні масштабів світової фінансової кризи. Спекулятивний характер сучасної світової фінансової системи став не тільки першопричиною фінансіалізації, а й генератором кризових явищ в економіці.

У контексті світової фінансової кризи дослідження глобальних економічних процесів та фінансових інновацій, що лежать в їх основі, стає все більш актуальним, особливо з урахуванням існуючої тенденції стрімкого перенесення економічної активності зі сфери виробництва до сфери фінансів.

Процес виникнення фінансових інновацій та формування концептуально нових механізмів надання фінансових послуг розглянуто у наукових працях відомих

зарубіжних вчених В.К.Бансала, Дж.Ф.Маршалла, М.Міллера, Ф.Мишкіна та ін. Сучасні напрями розвитку фінансових ринків та процеси глобальної фінансово-економічної кризи у контексті сучасних трансформацій досліджують зарубіжні вчені Дж.Фостер, Дж.Стігліц, Н.Рубіні, С.Мім та вітчизняні вчені В.М.Геєць, В.Д.Базилевич, П.С.Єщенко, І.О.Лютий, А.Г.Арсєєнко, Р.В.Пікус, С.Б.Єгоричева.

Мета дослідження: проаналізувати основні причини виникнення фінансових інновацій, дослідити їх роль у процесі фінансіалізації та розгортанні світової фінансової кризи, а також окреслити основні напрями регуляторних заходів у фінансовій сфері з метою нівелювання системних ризиків, викликаних спекулятивним характером фінансових інновацій.

Наприкінці ХХ ст. однією із найважливіших тенденцій розвитку світового фінансового ринку стала модернізація існуючих та створення нових фінансових продуктів і послуг. Серед основних факторів, що обумовили появу у 70-80-х рр. ХХ ст. різноманітних фінансових інновацій, можна виділити зростання темпів інфляції та підвищення волатильності валютних курсів і відсоткових ставок в умовах реорганізації Бреттон-Вудської валютної системи. Поява нових інвестиційних можливостей сприяла зростанню потреби суб'єктів економічної діяльності в ефективних інструментах хеджування фінансових ризиків. Крім того, посилення вимог органів банківського нагляду до адекватності капіталу кредитних організацій та якості їх активів викликало підвищений інтерес банків до позабалансових операцій та конструювання фінансових інструментів для їх здійснення. Розвиток нових телекомунікаційних та комп'ютерних технологій сприяв зниженню трансакційних витрат, що також позитивно вплинуло на процес створення та дифузії фінансових інновацій.

Інтенсивність виникнення фінансових інновацій значною мірою залежить від моделі фінансового ринку, що історично склалася у певних країнах. Існують дві основні моделі фінансових ринків:

1) банківська, або *континентальна* модель, характерна для Німеччини, Франції, інших європейських країн. За цією моделлю фінансова система орієнтована перш за все на банківське фінансування інвестицій. Банки акумулюють значну частину вільних фінансових ресурсів і перерозподіляють їх з використанням механізмів кредитування або прямого інвестування. Основними рисами моделі є високий рівень концентрації акціонерних капіталів при невеликій кількості акціонерів, слабко розвинений вторинний ринок, непублічний характер розміщення цінних паперів.

2) ринкова, або *англо-американська* модель, характерна для США, Канади, Великої Британії. Фінансова система цих країн орієнтована на ринок цінних паперів і систему інституціональних інвесторів (страхові компанії, інвестиційні та пенсійні фонди). Забезпечення компаній капіталом відбувається шляхом публічного розміщення їх цінних паперів на фондовому ринку. Важливою особливістю є високий рівень розвитку вторинного ринку, що сприяло швидкому розвитку фінансових інновацій саме в країнах з ринковою моделлю фінансових ринків.

Одними із перших фінансових інновацій у США стали специфічні види боргових цінних паперів, пов'язані із збільшенням ліквідності первинного ринку (наприклад, облігації, забезпечені іпотекою). Майже одночасно з ними виникли інноваційні фінансові продукти, направлені на підвищення здатності реалізувати фінансовий інструмент швидко і без значних фінансових втрат – фонди грошового ринку та взаємні фонди. Перший взаємний фонд був створений у США у 1971 р., у 1977 р. сумарний обсяг активів взаємних фондів досяг 4 млрд дол. США, у 1982 р. – 230 млрд дол. США, а у 2004 р. – 2 трлн. дол. США [1, с. 239].

Період, що почався у 70-ті рр. XX ст., характеризується, в першу чергу, появою та використанням складних фінансових інструментів. Як відмічає сучасний економіст С.Сассен, цей період був початком «фінансіалізаії, що стала панівною ознакою неоліберальної епохи» [2]. Фінансіалізація означала величезні зміни у відносинах між фінансовим і реальним сектором економіки, викликані перенесенням економічної активності зі сфери виробництва до сфери фінансів. Відтік капіталу з реального продуктивного виробництва у фінансову сферу, зростання швидкості переміщення капіталу на фінансових ринках, збільшення спекулятивної складової у посередницькій фінансовій діяльності – є важливими ознаками фінансіалізаії.

Традиційно фінансіалізацію пов'язують із виникненням та розвитком похідних цінних паперів – *деривативів* – інструментів торгівлі фінансовим ризиком, ціни яких прив'язані до іншого фінансового або реального активу. Якщо класичні цінні папери призначені для залучення довгострокового капіталу, то деривативи (форвардні та ф'ючерсні контракти, опціони, свопи) є засобом хеджування, тобто страхування від фінансових ризиків. Як правило, початкова ціна деривативів становить лише частку повної вартості фінансового продукту, що сприяє активному використанню їх у спекулятивних цілях.

Першими деривативами, які з'явились з метою страхування валютних ризиків та активно увійшли у банківську практику, стали валютні форвардні та ф'ючерсні контракти. Найпростішими є *форвардні контракти* – угоди між двома контрагентами про умови здійснення операції з базовим інструментом (валютою), яка відбудеться в майбутньому. *Ф'ючерсний контракт* – це угода між продавцем або покупцем, з одного боку, і клірингoвою (розрахунковою) палатою ф'ючерсної біржі, з іншого, про поставку (прийняття) стандартної кількості базових інструментів за узгодженою ціною на конкретну дату в майбутньому. Уперше торгівля фінансовими ф'ючерсами відкрилася у 1972 р. у США на Чиказькій товарній біржі, а через десять років, у 1982 р., аналогічні торги розпочалися у Європі на Лондонській міжнародній біржі фінансових ф'ючерсів [3, с. 117].

Одним із видів строкових угод, які можуть укладатися як на біржовому, так і на позабіржовому ринках, є *опціони*. Опціонна угода надає власнику (покупцю) контракту право купити (або продати) певний вид фінансового або іншого активу за наперед обумовленою ціною у визначений термін у майбутньому. У 1973 р. із заснуванням

Чиказької опціонної біржі розпочалася біржова торгівля опціонами на американські акції.

Наступною групою фінансових деривативів, які з'явились на міжнародних ринках на початку 80-х рр. XX ст., є *свопи* – угоди між контрагентами про обмін певної кількості базових інструментів на визначених умовах у майбутньому. Теоретично розрізняють два види своп-контрактів – валютний та відсоткових ставок, кожен з яких має на меті хеджування відповідного виду ризику – валютного чи процентного.

Логічним наслідком загальної тенденції у банківській сфері до диверсифікації джерел залучення коштів, покращення структури кредитного портфеля, підвищення ліквідності та доходності стало поширення на фінансовому ринку *структурованих фінансових продуктів*, створених на основі фінансової інновації, яка виникла ще на початку 70-х рр. XX ст., – сек'юритизації активів. *Сек'юритизація* передбачає формування пулу певних фінансових активів (наприклад, іпотечних кредитів) та створення або структурування інших боргових цінних паперів, які потім продаються інвесторам з метою використання отриманої виручки для купівлі цих активів.

Ініціатором першої операції сек'юритизації став уряд США, який реалізував завдання соціальної політики держави щодо створення умов доступності житла. У 1970 р. був створений вторинний ринок іпотечних заставних цінних паперів, відбулась стандартизація процесу сек'юритизації іпотечних кредитів і в результаті банки отримали новий інструмент рефінансування, страхування ризиків та управління ліквідністю.

Починаючи із середини 80-х рр. XX ст., сек'юритизація активів набула поширення не тільки у США, а й в більшості розвинених країн Європи, включаючи Великобританію, Францію, Нідерланди, Німеччину, Іспанію, Італію та Австрію, а також в Японії і Канаді. Серед найпоширеніших видів структурованих фінансових продуктів – *цінні папери, забезпечені житловою іпотекою* (RMBS), *цінні папери, забезпечені активами* (ABS), та *облігації, забезпечені борговими зобов'язаннями* (CDO).

Подальша розробка концепцій інноваційних фінансових продуктів та пошук нових сфер їх застосування призвели до виникнення у 1993 р. ринку *кредитних деривативів* – структурованих фінансових інструментів, що дозволяють «відділити» кредитний ризик від активу, внаслідок цього кредитний ризик стає окремим об'єктом купівлі-продажу, ціна на який визначається ринковими методами на основі попиту та пропозиції. Включення кредитних деривативів у традиційну модель сек'юритизації активів отримало назву *«синтетичної сек'юритизації»*, ключовим елементом якої є застосування фінансових технологій перерозподілу ризику із використанням деривативів.

Найбільш широким класом кредитних деривативів є *кредитні дефолтні свопи* (CDS). Класична форма CDS являє собою двосторонню угоду, згідно якої продавець кредитного захисту зобов'язується відшкодувати покупцеві кредитного захисту втрати у випадку настання дефолту відносно базисного активу (кредиту). За своєю сутністю

CDS є аналогом гарантії за кредитом або страхуванню фінансової відповідальності позичальника.

Іншим видом кредитних деривативів є *кредитні ноти* (CLN), які визначаються як облігації, що емітуються банком, і повинні бути погашені за номіналом у строк платежу, якщо попередньо узгоджена сторонами подія відносно базисного активу (кредиту) не наступила. У разі настання цієї події (наприклад, неплатоспроможність або банкрутство позичальника) банк-емітент має право на невиплату відсотків за облігаціями, або на відстрочку виплати основного боргу, або на зменшення розміру погашення на суму втрат за кредитом.

З економічної точки зору сек'юритизація активів поєднала у собі тенденцію до оптимізації джерел фінансування та управління ризиками активних операцій. З юридичної точки зору сек'юритизація активів стала втіленням двох найважливіших тенденцій розвитку приватного права – пошуку забезпечення та зниження рівня відповідальності. Розвиток зазначених тенденцій ставить перед економічною наукою завдання проаналізувати та розкрити «двоїсту сутність» фінансових інновацій, які, з одного боку, є важливим механізмом диверсифікації та здешевлення джерел фінансування, захисту від коливань кон'юнктури ринку капіталів, а з іншого – потенційною загрозою дестабілізуючого впливу на фінансову систему.

За визнанням дослідників, приголомшуючі розміри сучасного ринку «синтетичних» фінансових продуктів – деривативів та структурованих фінансових інструментів – зіграли ключову роль у розширенні масштабів світової фінансової кризі на початку XXI ст. Спекулятивний характер сучасної світової фінансової системи став не тільки першопричиною фінансіалізації, а й генератором кризових явищ в економіці. Згідно з думкою українських вчених П.Єщенка та А.Арсеєнка, «зростання реальної економіки не йшло у порівняння з фінансовою економікою, а стагнація економіки, викликана надвиробництвом у реальній економіці, призвела у кінцевому підсумку до вибуху фінансової економіки» [4, с. 196].

У передкризовому 2007 р. позабіржовий (спекулятивний) ринок деривативів досяг 595,3 трлн дол. США (табл. 1), що більше ніж у 10 разів перевищило світовий ВВП, який становив майже 55,9 трлн дол. США. При цьому обсяги угод по кредитних дефолтних свопах збільшувались вражаючими темпами – з 28,6 трлн дол. США у 2006 р. до 57,9 трлн дол. США у 2007 р., що призвело до стрімкого зростання кредитної емісії спочатку на американському, а потім й на глобальному фінансовому ринку. Сек'юритизація активів, яка дозволила банкам здійснювати значно ризикованіше кредитування, ніж це було об'єктивно можливо, стала одним із каталізаторів світової фінансової кризи, що розпочалася як криза субстандартного іпотечного кредитування у США. Механізм перепродажу кредитних ризиків не тільки не сприяв їх рівномірному розподілу в економічній системі, а, навпаки, призвів до критичного фінансового стану інвесторів. У ситуації кризи це викликало ланцюг невиконання контрактів.

Таблиця 1. Обсяг позабіржового ринку фінансових деривативів у світовій економіці у 2004-2011 рр.

Види деривативів	Обсяг станом на кінець року, трлн дол. США							
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Позабіржові деривативи, всього	**257,9**	**297,7**	**418,1**	**595,3**	**592,0**	**603,9**	**601,0**	**647,8**
у тому числі:								
Валютні деривативи	**29,3**	**31,4**	**40,3**	**56,2**	**49,8**	**49,2**	**57,8**	**63,3**
- форвардні та свопи форекс	15,0	15,9	19,9	29,1	24,6	23,1	28,4	30,5
- свопи	8,2	8,5	10,8	14,3	14,7	16,5	19,3	22,8
- опціони	6,1	7,0	9,6	12,8	10,5	9,6	10,1	10,0
Відсоткові деривативи	**190,5**	**212,0**	**291,6**	**393,1**	**418,7**	**449,9**	**465,3**	**504,1**
- форвардні	12,8	14,3	18,7	26,6	39,3	51,8	51,6	50,6
- свопи	150,6	169,1	229,7	309,6	328,1	349,3	364,4	402,6
- опціони	27,1	28,6	43,2	56,9	51,3	48,8	49,3	50,9
Інструменти капіталу	**4,4**	**5,8**	**7,5**	**8,5**	**6,5**	**5,9**	**5,6**	**6,0**
- форвардні та свопи	0,8	1,2	1,8	2,2	1,6	1,6	1,8	1,7
- опціони	3,6	4,6	5,7	6,3	4,9	4,3	3,8	4,3
Товарні	**1,4**	**5,4**	**7,1**	**8,5**	**4,4**	**2,9**	**2,9**	**3,1**
- на золото	0,4	0,3	0,6	0,6	0,4	0,4	0,4	0,5
- на інші товари	1,0	5,1	6,5	7,9	4,0	2,5	2,5	2,6
Кредитні дефолтні свопи	**6,4**	**13,9**	**28,6**	**57,9**	**41,9**	**32,7**	**29,9**	**28,6**
Нерозміщені	**25,9**	**29,2**	**43,0**	**71,1**	**70,7**	**63,3**	**39,5**	**42,7**

Джерело: Bank for International Settlements. – Quarterly review 2004–2011 [Electronic resource]. – Access mode: http://www.bis.org/statistics.

У серпні 2007 року у центрі кризи іпотечного кредитування опинився банк Bear Stears. В результаті два хедж-фонди під його управлінням втратили на інвестиціях в іпотечні облігації майже всі гроші клієнтів (1,6 млрд дол. США), що викликало паніку на фондовому ринку. У вересні 2008 р. збанкрутував найсильніший гравець на ринку кредитних дефолтних свопів – банк Lehman Brothers, до кінця 2008 р. у США збанкрутувало ще 24 банки, у 2009 р. – 140, у 2010 р. – 157, а у 2011 р. – 74 банки. В умовах банкрутства банку Lehman Brothers великі збитки американської страхової компанії AIG у 2008 р. стали причиною негативних очікувань щодо її майбутнього. З метою рятування страхового гіганту від банкрутства уряд США прийняв рішення про виділення компанії державної допомоги у розмірі 180 млрд дол. США, в результаті чого держава отримала 92% акцій страховика. Значні збитки в період кризи понесли й інші фінансові інститути – Citigroup (55,1 млрд дол. США), Merrill Lynch (51,8 млрд дол. США) та UBS (44,2 млрд дол. США).

В умовах світової фінансової кризи проблема небезпечності та ризикованості похідних фінансових інструментів набула особливої гостроти. Проте й сьогодні існує

величезний обсяг позабіржової торгівлі деривативними контрактами, який у 2010 р. становив 601,0 трлн дол. США., а у на 2011 р. зріс на 8% та становив 647,8 трлн дол. США. Це фактично означає безконтрольну емісію нових, ще більш складних, некласифікованих інноваційних фінансових продуктів за відсутності додаткових гарантій покриття.

З метою забезпечення стабільності світової фінансової системи, зменшення ступеня її фінансіалізації до прийнятного для реального сектора економіки рівня, нівелювання системних ризиків, викликаних спекулятивним характером фінансових операцій, необхідне впровадження більш жорсткого регулювання і нагляду за функціонуванням світової фінансової системи і ринків похідних та структурованих фінансових продуктів. Зарубіжними фахівцями запропоновано низку заходів щодо вдосконалення регулятивними органами нормативної бази використання деривативів, а також створення фінансовими інститутами нової сучасної системи внутрішнього контролю та ризик-менеджменту за операціями з цими фінансовими інструментами. Так, відомий американський економіст Дж.Стігліц пропонує обмежити використання кредитних дефолтних свопів і деяких інших деривативів лише біржовими операціями та функцією зі страхування ризиків. При цьому біржі повинні бути належним чином капіталізовані, у тому числі й за рахунок солідарної відповідальності учасників біржового ринку [5, с. 219].

За думкою експертів фінансових ринків Н.Рубіні та С.Міма, у регулятивних документах стосовно діяльності фінансових інститутів – як банківських, так і небанківських, – слід зробити більший акцент на управлінні ризиком ліквідності, наприклад, змусити фінансові компанії уникати короткострокових запозичень, іншими словами, значно збільшити термін своїх боргових зобов'язань. Експерти також вказують на недоліки Базельської угоди, зокрема на дозвіл для фінансових інститутів самостійно визначати внутрішню модель для оцінки ризиків. Існуючі моделі (метод VAR та модель Гаусса) ігнорують ймовірність виникнення криз та інших нештатних ситуацій, в результаті чого у кризовий момент банки опинилися в уразливому становищі [6, с. 239].

Посилення регулятивних вимог повинно бути направлено на припинення недобросовісного використання інноваційних фінансових продуктів з метою ухилення від сплати податків, здійснення махінацій та маніпуляцій із хедж-фондами, інших неконтрольованих спекуляцій. Необхідним є посилення прозорості та контрольованості як фінансового ринку в цілому, так і окремих його сегментів, особливо позабіржового ринку деривативів, що згодом дозволить окремим інноваційним фінансовим продуктам повернути свою первісну функцію інструмента хеджування ризиків.

Висновки. Наприкінці XX ст. почалась широка експансія складних фінансових інновацій – деривативів та структурованих фінансових продуктів – в усі галузі світового фінансового ринку, що призвело до значного посилення інтенсивності спекулятивних операцій та безпосередньо відобразилось на посиленні процесу

фінансіалізації. Фінансові інновації зіграли свою негативну роль у виникненні світової фінансової кризи.

З метою зменшення обсягів спекулятивного капіталу, що обертається на світовому фінансовому ринку, необхідно посилити систему банківського нагляду та впровадити нові регуляторні вимоги щодо використання фінансовими інститутами похідних й структурованих фінансових продуктів. Головними цілями цих важливих регуляторних заходів повинні стати: забезпечення стабільності глобальної фінансової системи; зменшення ступеня її фінансіалізації до прийнятного для реального сектора економіки рівня; нівелювання системних ризиків, викликаних спекулятивним характером фінансових операцій.

Література

1. Mishkin Frederic S. The economics of money, banking, and financial markets / 7th ed. – Columbia University, 2004. – 850 с.
2. Сассен С. Конец финансового капитализма. – Електронний ресурс: http://polit.ru/article/2009/04/13/fin.
3. Єгоричева С.Б. Банківські інновації. – К.: Центр учбової літератури, 2010. – 208 с.
4. Ещенко П.С., Арсеенко А.Г. Куда движется глобальная экономика в XXI веке? – К.: Знання України, 2012. – 450 с.
5. Стиглиц Дж.Е. Крутое пике: Америка и новый экономический порядок после глобального кризиса. – М.: Эксмо, 2011. – 512 с.
6. Рубини Н., Мим С. Нуриэль Рубини: как я предсказал кризис: экстренный курс подготовки к будущим потрясениям. – М.: Эксмо, 2011. – 384 с.