

УДК 336.76

ПОХІДНІ ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ, ФІНАНСІАЛІЗАЦІЯ І СВІТОВА ФІНАНСОВА КРИЗА

Остапенко Інна Олександрівна

Постановка проблеми За своїм функціональним призначенням фінансова система була покликана виконувати роль посередника між власниками фінансових ресурсів та економічними агентами, що їх потребують. За останні роки вона змінила свою допоміжну роль з обслуговування реального сектору економіки на основну. Головною тенденцією у розвитку світової системи поряд з глобалізацією можна назвати її фінансіалізацію, яку в першу чергу пов'язують з бурхливим розвитком похідних деривативів фінансових інструментів (далі – ПФІ). У контексті світової фінансової кризи дослідження глобальних фінансових процесів та інструментів, що лежать в їх основі, стає все більш актуальним, особливо з урахуванням їх можливого негативного впливу на розвиток реальної економіки.

Аналіз останніх публікацій: Слід підкреслити, що у порівнянні із масштабністю, тривалістю та глибиною розробки проблематики функціонування похідних фінансових інструментів та їх значення у світовій фінансовій системі західними економістами, розробка даної проблематики українськими науковцями поки що знаходиться на початковому рівні. Феномен фінансіалізації висвітлений у працях Р. Дора, Дж. Фостера, Р. Блекборна, у його зв'язку з фінансовими інструментами – у роботах Дж. Сороса [4, 6-8]. Можливі ризики у застосуванні похідних фінансових інструментів досліджували Р. Дербі, Р. Штульц [5, 9]. Серед представників вітчизняної економічної думки, що займається проблематикою глобальних тенденцій і механізму розвитку ринків похідних фінансових інструментів можна назвати О. Сохацьку.

Мета дослідження: дослідити та охарактеризувати роль похідних фінансових інструментів у процесі фінансіалізації та у розгортанні світової фінансової кризи.

Виклад основного матеріалу Фінансіалізацію (financialization) зарубіжні автори визначають як зростання системної влади та фінансового інжинірингу, перенесення тяжиння в економічній активності з виробництва (чи з більш динамічної сфери послуг) до фінансової системи [7, 4]. Цей термін був запропонований Ж.-П. Серван-Шрайбером і досить точно відображає найважливішу рису глобалізованого міжнародного бізнесу та фінансовий зміст ділових стосунків, навколо якого обертаються всі інтереси, рішення та стратегії, і який накладається на технології фінансового інжинірингу та телекомунікацій [1]. Проте одностайної думки щодо перекладу цього терміну поки ще немає: в українських та російських джерелах поряд застосовуються варіанти як: фінансіалізація, фінансиаризація, фінансизм. На нашу думку, з лінгвістичних міркувань, більш доцільним є застосування терміну «фінансіалізація».

За більш складним визначенням фінансіалізацію можна охарактеризувати як посилення домінування фінансової індустрії в світовій економіці, фінансових контролерів в менеджменті корпорацій, фінансових активів серед інших активів, фондових ринків серед інших ринків, коливань фінансових ринків як детермінант бізнес-циклів [6]. Базовими ознаками цього процесу можна назвати:

- відтік капіталу з продуктивного реального виробництва у фінансову сферу;
- зростання комплексності посередницької фінансової діяльності та спекулятивної складової в ній;
- віртуальності та швидкості переміщення капіталу на досконалих фінансових ринках;
- зміна системи розміщення ресурсів (інвестиційних, людських) в бік фінансової індустрії;
- збільшення обсягів та видового різноманіття фінансових інструментів, зокрема й похідних, як ключових передумов цих ознак.

Якщо перший рівень фінансового (фіктивного або ж спекулятивного) капіталу обертається на рівні фінансових активів: акцій, облигацій, тощо, то ПФІ, базовими активами яких і є активи названого рівня, стали другим рівнем фіктивного капіталу і в останню четверть XX – на початку XXI ст. з раціональних і ефективних засобів хеджування ризиків перетворились на популярні спекулятивні інструменти і в основному зумовили фінансіалізацію світової економічної системи. Розвитку ринків ПФІ спочатку як інструментів ризик-менеджменту, а згодом і інвестиційних сприяли наступні передумови:

- посилення волатильності на світових фінансових ринках внаслідок краху Бреттон-Вудської валютної системи і переходу від фіксованих до плаваючих валютних курсів – поява перших валютних ф'ючерсів у 1972 р;

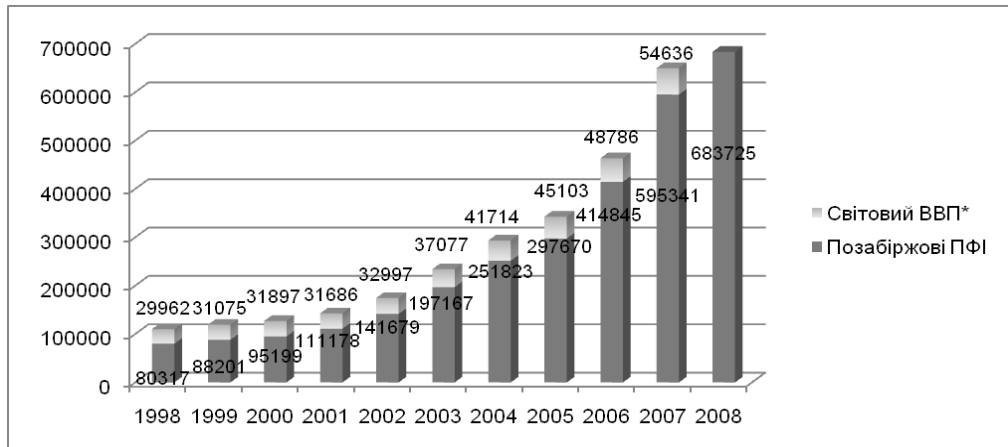
- зростання ризиків на товарних ринках – значні коливання цін на нафту в 70-ті рр. XX ст;

- розробка формули Блека-Шоулза для оцінки опціонів у 1973 р. і розвиток фінансової інженерії як напрямку фінансової думки і теоретичного підґрунтя для функціонування ПФІ у 80-х рр. XX ст. [9];

- розробка методичних стандартів щодо обліку та розкриття інформації про ПФІ;

- дерегуляція світової фінансової системи – послаблення законодавчих вимог; відміна закону Гласа-Стігала в 1999 р.

На сьогодні обсяги глобалізованих фінансових ринків в десятки раз перевищують світовий ВВП. Чільне місце серед них посідає світовий ринок ПФІ, особливо його неорганізована (позабіржова) складова, невідповідна регулюванню і нагляду. На рисунку 1 наведено динаміку співвідношення обсягів світового ВВП та позабіржових ПФІ протягом 1998-2008 рр.



* – дані про Світовий ВВП за 2008 р. відсутні

Рисунок 1. Співвідношення світового ВВП та обсягу позабіржових ПФІ за номінальною вартістю, млрд. дол

Джерело: Bank for International Settlements. – Quarterly review 1998-2008 [Electronic resource] . – Access mode : <http://www.bis.org/statistics>. – Title from a home page; UN data [Electronic resource] . – Access mode : <http://data.un.org/>. – Title from a home page

Реплікація і генерування кризових явищ є суттю сучасної світової фінансової системи через її спекулятивний характер, що виявляється у загальній фінансіалізації. Оскільки значною і невід'ємною частиною світових фінансових ринків є ринки ПФІ, то багатьма науковцями доводиться їх первинна роль у світовій фінансовій кризі. На нашу думку, роль ПФІ у процесі фінансіалізації значна, як і у розвитку негативних явищ у фінансовій системі, проте вона не повинна абсолютизуватись. Серед основних причин світової фінансової кризи, у тій чи іншій мірі пов'язаних з ПФІ можна назвати:

– недооцінку морального ризику і асиметричності інформації на ринках ПФІ як з боку інвесторів (спекулянтів), так і хеджерів – існування численних стратегій з ПФІ в основі, що дають можливість досить ефективно хеджувати ризикові позиції, створюючи для учасників угод з ними ілюзію безпеки;

– сек'юритизацію неякісних іпотечних кредитів банківськими установами і створення починаючи з 80 рр. ХХ ст. кредитних деривативів декількох рівнів під них (за підрахунками обсяги кредитних деривативів нині складають 62 трлн. дол. [8]), неврахування ризиків такої категорії позик як «сабпрайм» (subprime);

– непрозорість, відсутність єдиних вимог щодо розкриття інформації про угоди з ПФІ у звітності контрагентів, та їх регулювання, особливо на їх позабіржовому ринку;

– значний леверидж – кредитне плече у спекулятивних операціях з ПФІ, які фактично дозволяють укладати угоди з плечем до 25:1 (і навіть 100:1 у їх екзотичних варіантах). Активне використання механізму левериджа призвело до різкого зростання спекулятивного капіталу на фінансових ринках, при формуванні спотових цін, що пояснює значні її коливання останнім часом і фінансiалiзацiї [3].

– безконтрольність при випуску нових складних (структурованих) ПФІ, створенні ПФІ декількох рівнів за відсутності додаткових гарантій покриття – відсутність вимог щодо ліцензування, декларування інформації про випуски ПФІ, особливо на їх позабіржовому ринку, що призводить до існування багатьох некласифікованих, відомих лише безпосереднім учасникам угоди ПФІ;

– прогалини у системах та стратегіях ризик-менеджменту суб'єктів господарювання, відсутність уніфікованих методів оцінки для конкретних видів інструментів – кожен із учасників ринку використовує такі стратегії хеджування, які повною мірою відповідають його потребам; ;

– генерування та мультиплікація системного ризику великими банківськими установами розвинених країн світу, зокрема США при суміщенні інвестиційної і традиційних посередницьких видів діяльності. [5].

– негативна роль хедж-фондів у процесах ухилення від сплати податків, маніпуляцій зі звітністю, копіюванням стратегій.

На нашу думку, варто наголосити, що недооцінка ризику кредитних ПФІ, морального ризику і проведення сек'юритизації неякісних зобов'язань є первинними причинами, що дали поштовх розвитку кризових явищ. Розглянемо ці причини більш детально. Так з одного боку, американські позики класу «сабпрайм» (subprime) – так званої недоброякісної іпотеки без належного забезпечення, перепаковувались банками для мінімізації свого кредитного ризику декілька раз у ході процесу сек'юритизації у портфелі кредитних похідних інструментів, створюючи інструменти не тільки першого, а навіть другого рівня, яким присвоювалися досить високі рейтинги. Відповідно у випадках численних недавніх дефолтів позичальників у США (критичної умови похідного інструменту) декілька рівнів інструментів втратили своє реальне підґрунтя, що і викликало масові збитки банківських установ і ознаменувало фінансову кризу. З іншого – оцінка банками позичальника для отримання ним іпотечного кредиту не проводилась належним чином, оскільки у них завжди залишалась виключна можливість диверсифікувати свої кредитні ризики шляхом сек'юритизації іпотечних активів і отримання додаткових доходів від спекулятивних операцій з портфелями таких активів. У той же час загальні тенденції пов'язані з відсутністю належного регулювання ринків ПФІ і наростанням системного ризику є негативними наслідками процесу фінансiалiзацiї глобального господарства і виступають фоном на тлі якого проявилися зазначені вище причини.

Так як поняття ПФІ є досить широким, то негативне ставлення до кредитних ПФІ, головним недоліком яких варто назвати неправильне їх використання, поширюється на

всі види цих інструментів, переваги яких у разі виваженого і регульованого впровадження у порівнянні з недоліками є більш значними. Вони стосуються перш за все хеджування ризиків суб'єктів господарювання, позитивного впливу на спотові ринки базових активів, сприяння підвищенню їх конкурентності і ліквідності. Окремо охарактеризуємо кожен із цих переваг.

Використання ПФІ у якості інструментів хеджування передбачає передачу ризику від одного суб'єкта господарювання до інших, які є учасниками ринку ПФІ, цим самим відбувається мінімізація і диверсифікація ризиків окремо взятого учасника. При тісній кореляції між спотовою та строковою позиціями застосовувані стратегії хеджування можуть бути досить ефективними, особливо з урахуванням того, що хеджуванню підлягають ризики пов'язані з коливанням валютних курсів, процентних ставок, біржових індексів, навіть статистичних макроекономічних індикаторів. Наявність строкового сегменту робить фінансовий ринок більш прозорим і ефективним, встановлення ф'ючерсних цін (на майбутню дату) на ПФІ робить ціноутворення на ринках базових активів більш прогнозованим для учасників ринку, служить для координації майбутніх планів контрагентів угод з ПФІ, сприяє зменшенню транзакційних витрат і зближенню спотових та ф'ючерсних цін, як наслідок – більш ефективному розміщенню ресурсів в економіці.

Для забезпечення стабільності фінансової системи, зменшення ступеня її фінансіалізації до необхідного для реального сектора економіки рівня, використання певною мірою переваг ПФІ і нівелювання їх недоліків та можливого зростання системного ризику, ми вважаємо за доцільне впровадження більш жорсткого регулювання і нагляду за функціонуванням світової фінансової системи і ринків ПФІ в ній. Такі нормативні вимоги перш за все повинні перешкоджати недобросовісному використанню ПФІ при ухиленні від сплати податків, у маніпуляціях хедж-фондів, у неконтрольованих спекуляціях, концентрації окремих видів ризику чи видів ПФІ у одного контрагента, і необґрунтованого завищення рівня системного ризику при цьому. У такому контексті на особливу увагу заслуговує позабіржовий ринок ПФІ, який у порівнянні з організованим (біржовим) є більш непрозорим, а операції, що проводяться на ньому – неуніфікованими. Враховуючи масштаби позабіржового ринку ПФІ, який у десятки разів перевищує обсяг світового ВВП, його руйнівний вплив на світову фінансову систему у процесі її посиленої фінансіалізації за відсутності належного державного регулювання важко переоцінити.

Висновки ПФІ в останні роки набули широкого значення у процесі фінансіалізації світової економіки. Певною мірою окремий їх вид, а саме кредитні ПФІ, відіграв свою негативну роль на фоні цього процесу у світовій фінансовій кризі. Збільшення обсягів спекулятивного капіталу на світових фінансових ринках можна безпосередньо пов'язати з великою кількістю інвестиційних угод з ПФІ. Проте при регульованому використанні цих інструментів, посиленні прозорості і контрольованості їх ринків, ПФІ можуть повернути своє первісне призначення як інструменти хеджування ризиків, а не лише як спекулятивні інструменти і позитивно впливати на ефективність функціонування як окремих суб'єктів господарювання, так і фінансової системи в цілому.

Список використаних джерел

1. Міжнародні стандарти фінансової звітності 2004 : В 2 част. Част. 2 / Перекл. з англ. за ред. С.Ф. Голова / – К.: Федерація професійних бухгалтерів і аудиторів України, 2005. – 1232 с. – ISBN 966-651-263-7
2. Международный менеджмент : Учебник для вузов / Д.И.Баркан, С.Э.Пивоваров, Л.С.Тарасевич, А.И.Майзель. – СПб. : Питер. – 2002. – 547с. – (серия "Учебник для вузов")
3. Альшанский Л. Финансовый кризис или кризис финансового капитализма [Электронный ресурс] / Леонид Альшанский. – Режим доступа : <http://www.rcb.ru/ol/2009-01/18415/>

4. Blackburn R. Finance and the Fourth Dimension / R. Blackburn // New Left Review. – 2006. – №. 39. – p. 39–70
5. Darby M. R. Over-the-counter derivatives and systemic risk to the global financial system / Michael R. Darby // National bureau of economic research. – 1994. – № 4801.
6. Dore R. Financialization of the global economy / Ronald Dore // Industrial and Corporate Change. – 2008. –Volume 17. – № 6. – pp. 1097–1112
7. Foster J. B. Financialization of Capitalism / John Bellamy Foster // Monthly Review. – 2007. – № 11. – pp. 8-10.
8. Soros G. The new paradigm for financial markets: the credit crisis of 2008 and what it means / George Soros. – New York: Public Affairs, 2008. – 162 p.
9. Stulz R. Should We Fear Derivatives? : working paper / Rene M. Stulz // National bureau of economic research. – 2004. – № 10574. – 36 p

ПОХІДНІ ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ, ФІНАНСІАЛІЗАЦІЯ І СВІТОВА ФІНАНСОВА КРИЗА

Остапенко Інна Олександрівна

У статті розглядається загальна тенденція до фінансіалізації світової економічної системи і виключна роль похідних фінансових інструментів в ній. Підкреслено, що попри негативну роль інструментів сек'юритизації (кредитних похідних) у розвитку світової фінансової кризи, переваги від похідних фінансових інструментів загалом значно перевищують їх недоліки, а безпечне для світової фінансової стабільності їх використання залежить від розвитку норм їх державного регулювання на якісно новому рівні.

Ключові слова: похідні фінансові інструменти, фінансіалізація, світова фінансова система, світова фінансова криза, спекулятивний капітал, хеджування ризиків.

FINANCIAL DERIVATIVES, FINANSIALIZATION AND THE WORLD FINANCIAL CRISIS

Inna Ostapenko

Article deals with the general tendency in development of the world economic system, called finansialization and financial derivatives' exclusive role in it. Despite the world financial crisis, advantages of those instruments and its government regulation' necessity are underlined.

Key words: financial derivatives, finansialization, world financial crisis, world financial system, speculative capital, risk hedging.

ПРОИЗВОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ, ФИНАНСИАЛИЗАЦИЯ И МИРОВОЙ ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС

Остапенко Инна Александровна

В статье рассматривается общая тенденция к финансиализации мировой экономической системы и исключительная роль производных финансовых инструментов в ней. Подчеркивается, что несмотря на негативную роль инструментов секьюритизации (кредитных производных) в мировом финансовом кризисе, преимущества производных финансовых инструментов в целом значительно превосходят их недостатки, а безопасное для стабильности мировой финансовой системы их использование зависит от разработки норм государственного регулирования на качественно новом уровне.

Ключевые слова: производные финансовые инструменты, финансиализация, мировая финансовая система, мировой финансовый кризис, спекулятивный капитал, хеджирование рисков.