

УДК 334.7

*А.М. Фрасинюк, Національний банк України, м. Київ*

## СИСТЕМНА ТРАНСФОРМАЦІЯ СВІТОВОГО ФІНАНСОВОГО РИНКУ ПІД ВПЛИВОМ ІННОВАЦІЙ: 1990-2000 рр.

*У статті подається огляд найбільш значних інноваційних змін, які спричинили системну трансформацію світового фінансового ринку впродовж періоду 1990-2000 рр.*

*Ключові слова: фінансові інновації, світовий фінансовий ринок.*

**Постановка проблеми.** Упродовж кількох останніх десятиріч нові фінансові продукти, технології та інститути перебувають у центрі уваги наукової думки. Створення і запровадження в обіг єдиної європейської валюти, уніфікація нормативної бази та розвиток електронних торговельних систем, похідні фінансові інструменти, транснаціоналізація світової економіки та фінансів є окремими напрямками наукових пошуків, результати яких широко висвітлюються у науковій фаховій літературі. Розвиток світового фінансового ринку набув інноваційного характеру, однак у різні історичні періоди та в різних країнах цей процес мав специфічні особливості і наслідки.

**Аналіз досліджень і публікацій.** Основи теорії інновацій були запропоновані такими німецькими вченими: В. Зомбартом, В. Метернихом, Й. Шумпетером. Проблематика інноваційного розвитку висвітлюється в роботах таких авторів, як Дж. Кларк, С. Кузнець, Е.Дж. Долан, Р. Дорнбуш, Д. Ліндсей, Н.Г. Менкью, Е. Хансен, У. Едвардес та багатьох інших.

Питанням економічного змісту поняття інновацій, суті ринку інноваційного інвестування, форм і методам інноваційної діяльності та іншим загальноекономічним питанням присвятили праці такі російські та вітчизняні вчені: О. Абакуменко, С. Глазьев, Н. Кондратьєв, А. Пригожин, Т. Васильєва, І. Комарницький, І. Смолін, М. Паладій, А. Сухоруков, В. Кузьменко, І. Макаренко, Ф. Фрадкін та ін.

Однак комплексного дослідження, яке розкриває системний характер трансформації світового фінансового ринку під впливом фінансових інновацій, до цього часу бракує.

**Мета статті** – висвітлення найбільш значущих подій інноваційного характеру в розвитку світового фінансового ринку наприкінці минулого сторіччя.

**Виклад основного матеріалу.** Створення валютного союзу країн ЄС створило для інвесторів нові можливості доступу до активів, що

раніше не включалися ними до інвестиційного портфеля. Наслідком розширення інвестиційної бази за рахунок цінних паперів, деномінованих в євро, стало подвоєння чистого обсягу запозичень з боку банківського сектора і корпоративних позичальників протягом двох років після появи єдиної валюти [9]. Крім того, істотно зросла диверсифікація структури самих інвесторів.

Іншим найважливішим нововведенням на фінансовому ринку є створення електронних торговельних систем як альтернативи традиційним торговельним системам. Перехід на електронні торговельні системи набув масового характеру наприкінці 90-х років ХХ ст., хоча деякі країни використовували подібні технології ще в 80-ті роки. Першими використовувати нові технології почали валютний ринок і ринок похідних інструментів. За даними БМР, вже у 2001 році до 70 % міжбанківської торгівлі валютою здійснювалися через електронні брокерські системи (у 1995 р. цей показник становив 10 %) [4]. Пізніше нові технології стали активно використовуватися на грошовому ринку, ринку облігацій, а також на найбільш розвинутому сегменті фінансового ринку – ринку державних цінних паперів. На ринку акцій також поступово починає переважати електронна торгівля.

Технологічні нововведення впливають на фінансовий ринок за двома напрямками. По-перше, вони істотно знижують операційні витрати, а також вартість отримання інформації [6, с. 41]. Дилери, завдяки електронним системам, можуть миттєво визначати кращу ціну і планувати оптимальні торговельні стратегії. Електронні системи також дозволяють ефективно інтегрувати оптовий і роздрібний ринки за участі безлічі дилерів.

Важливим чинником розвитку фінансового ринку на сучасному етапі є диверсифікація структури інвесторів. Банківські злиття, фінансові кризи і поява великої кількості інституційних інвесторів істотно вплинули на формування стратегій учасників фінансового ринку щодо управління ризиками і ухвалення інвестиційних рішень. Остання хвиля крупних злиттів і поглинань у секторі фінансових послуг більшості розвинутих країн теж виявилась чинником системних змін. У середині 90-х років ХХ ст. на валютному ринку понад 50 найбільших гравців мали змогу впливати на ринкову кон'юнктуру практично за будь-якою парою валют. У даний час кількість подібних учасників не перевищує 20 [13, с. 332].

Водночас інші категорії учасників ринку стають активнішими. Зокрема, нині істотно зросла роль пенсійних фондів, страхових компаній, взаємних фондів та інших небанківських фінансових посередників. Так, за період 1995-2000 років загальна кількість взаємних фондів збільшилася на 53 %, при цьому обсяг активів під їх управлінням

зріс на 126 % [6, с. 48]. Найбільш відчутні зміни відбулися в Єврозоні. Хоча банківські депозити та інші фінансові інструменти з низьким рівнем ризику були найбільш поширені у минулому, стрімко зростає кількість дрібних інвесторів, що розміщують кошти у різних фондах з управління активами. У результаті різко зростає диверсифікація портфелів, а також рівень кредитного ризику.

Зміни у структурі учасників супроводжувалися зміною системи управління ризиками. Злиття зазвичай призводить до того, що ліміт кредитування нового утворення, як правило, є нижчим за суму лімітів, встановлених до злиття, на кожного учасника окремо. Це може спричинити загальне зменшення кредитних лімітів на ринку.

Зміни в управлінні були обумовлені і кризами кінця 90-х років ХХ ст., наприклад такими, як банкрутство компанії LTCM (Long Term Capital Management) в 1998 році. У звіті за 1998 рік Комітет з нагляду за світовою фінансовою системою (Committee on the Global Financial System, або CGFS) відзначив, що дана криза ставить під знак питання надійність сучасних торговельних систем, а також методів управління ризиками [4]. Це примусило учасників ринку переглянути свої стратегії хеджування. Підвищена чутливість до кредитного ризику і кореляція між різними видами ризиків призвели до того, що учасники ринку, побоюючись можливого збільшення цінової волатильності, почали менш охоче відкривати позиції за певними видами активів [11].

Під впливом інноваційних змін набули поширення різні індекси. Спочатку індекси акцій, облігацій та інших фінансових активів були призначені для визначення сукупної зміни рівня цін, тобто вимірювання "настрою" учасників ринку. Поступово індекси самі стають фінансовим активом, а показником ефективності управління активами, замість динаміки цін окремих активів, стає значення сукупного індексу.

Нарешті, значною зміною на фінансових ринках є зміна структури пропозиції інструментів. Це особливо чітко виявляється на ринку цінних паперів з фіксованою прибутковістю і суміжних з ним сегментах. У всіх країнах, окрім Японії, чистий обсяг емісії державних цінних паперів істотно знизився до 2000 року. Водночас різко зросла емісія корпоративних цінних паперів. У результаті в період 1995-2000 рр. частка державних цінних паперів розвинутих країн у загальному обсязі даних фінансових інструментів зменшилася з 45 до 35 % [4]. У цей період набули поширення корпоративні запозичення у формі американських казначейських облігацій, комерційні папери та різноманітні кредитні деривативи.

Починаючи з 70-х років ХХ ст. ринки державних цінних паперів у багатьох розвинутих країнах бурхливо зростали. Бюджетні дефіцити

призводили до широкомасштабної емісії державних облігацій. Дефіцит бюджету у Франції, Іспанії та ряду інших країн Євросони підтримував обсяг ринку державних облігацій, деномінованих в євро. Найбільший ринок державних облігацій сформувався в Японії через величезний бюджетний дефіцит.

Протилежна тенденція – скорочення ринків державних цінних паперів наприкінці 90-х років ХХ ст. – спостерігалась у країнах з бюджетним профіцитом: Австралії, Великобританії, США, Канаді, Швеції та інших. На відміну від державних облігацій, корпоративні запозичення зростали прискореними темпами. Корпоративний сегмент американського фінансового ринку збільшився майже в 2 рази за період 1995-2000 років і досяг 13 трлн. дол. В Євросоні також істотно збільшився обсяг корпоративних запозичень. Навіть в Японії наприкінці 90-х років ХХ ст. хоч і трохи, але збільшився обсяг корпоративних цінних паперів [4].

Зростання корпоративного ринку відбувається на тлі розвитку інструментів, що дозволяють перерозподіляти кредитний ризик. Ринок кредитних деривативів виник на початку 90-х років ХХ ст. Серед перших банків, які почали масово застосовувати кредитні деривативи, був один із найбільших банків Німеччини – Deutsche Bank. Сьогодні застосування кредитних деривативів у Німеччині регулюється загальним федеральним органом нагляду за фінансовим ринком, у тому числі і за банками, BAFIN (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht / Federal Financial Supervisory Authority) [12]. Згодом центр активності банківських операцій з кредитними деривативами перемістився до США, де вже фактично і утворився міжбанківський ринок кредитних деривативів, представлений низкою стандартизованих контрактів: свопи на активи, дефолтні свопи та опціони, свопи на сукупний дохід, опціони на кредитний спред та ін.

Розглянуті зміни в системі функціонування фінансового ринку істотно впливають на політику центральних банків: однією із проблем є визначення стратегії центрального банку з рефінансування учасників ринку. Особлива увага приділяється питанням адекватної реакції центрального банку на несподіване скорочення або збільшення рівня ліквідності. Крім того, важливу роль відіграють питання визначення стратегічних і тактичних аспектів монетарної політики в умовах зміни принципів функціонування трансмісійного механізму. Зокрема, це стосується значення інформації, закладеної в цінах на активи, а також збільшення ступеня прозорості центральних банків. Отже, зміни на фінансових ринках безпосередньо впливають на механізм грошово-кредитної політики, включаючи проведення інтервенцій на валютному ринку.

**Висновки.** Підсумовуючи вищевикладене, можна стверджувати, що значущість інноваційних змін системи функціонування фінансового ринку є безперечною. Безумовно, є очевидним той факт, що під впливом фінансових інновацій відбулися істотні структурні зміни, однак остаточної відповіді щодо їх оцінки до цього часу не знайдено.

### *Список літератури*

1. Валенцева, Н. И. Современные банковские технологии: теоретические основы и практика [Текст] / Н. И. Валенцева // Деньги и кредит. – 2004. – № 10. – С. 50–61.
2. Інновації: теорія, механізм розробки та комерціалізації [Текст] : монографія / Л. Л. Антонюк, А. М. Поручник, В. С. Савчук ; Київ. нац. екон. ун-т. – К., 2003. – 394 с. – Бібліогр. : С. 342–351.
3. Національна інноваційна система України: проблеми і принципи побудови [Текст] : монографія / І. П. Макаренко, П. М. Копка, О. Г. Рогожин, В. П. Кузьменко ; Ін-т пробл. нац. безпеки, Ради нац. безпеки і оборони України ; Ін-т еволюц. економіки. – К., 2007. – 520 с.
4. Офіційний сайт Комітету з нагляду за світовою фінансовою системою [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bis.org/list/cgfs/index.htm>.
5. Сапунцов, А. Л. Развитие транснациональных форм бизнеса [Текст] / А. Л. Сапунцов // Российский внешнеэкономический вестник. – 2008. – № 8. – С. 3–8.
6. Суэтин, А. А. Новые условия работы на финансовых рынках [Текст] / А. А. Суэтин // Аудитор. – 2008. – № 1. – С. 41–52.
7. Benito, F. Modeling Euro Overnight Rate [Text] / F. Benito, A. Leon, J. Nave // Journal of Empirical Finance. – 2007. – № 14(5). – P. 756–782.
8. Claessens, S. What drives bank competition? Some international evidence [Text] / S. Claessens, L. Laeven // Journal of Money, Credit, and Banking. – 2004. – Vol. 36. – P. 563–583.
9. Craig, B. The Eurosystem money market auctions: A banking perspective [Text] / B. Craig, F. Fecht // Journal of Banking and Finance. – 2007. – Vol. 31. – № 8. – P. 2925–2944.
10. Eisenschmidt, J. Bidding behaviour in the ECB's main refinancing operations during the financial crisis [Text] / J. Eisenschmidt, Hirsch Astrid, Linzert Tobias // ECB Working papers. – 2009. – № 1 052.
11. Fender, I. Corporate hedging: the impact of financial derivatives on the board credit channel of monetary policy [Text] / I. Fender // BIS Working Papers. – 2000. – № 94.
12. Gerberding, C. How the Bundesbank really conducted monetary policy [Text] / C. Gerberding, F. Seitz, A. Worms // North American Journal of Economics and Finance. – 2005. – № 16. – P. 277–292.
13. Leven, L. Is there a diversification discount in financial conglomerates? [Text] / L. Leven, R. Levine // Journal of Financial Economics. – 2007. – Vol. 85. – P. 331–367.
14. Linzert, T. Bidder Behavior in Central Bank Repo Auctions: Evidence from the Bundesbank [Text] / T. Linzert, D. Nautz, J. Breitung // Journal of International Financial Markets, Institutions and Money. – 2006. – № 16. – P. 215–230.
15. Linzert, T. Bidding Behavior in the Longer Term Refinancing Operations of the European Central Bank: Evidence from a Panel Sample Selection Model [Text] / T. Linzert, D. Nautz, U. Bindseil // Journal of Banking and Finance. – 2007. – № 31(5). – P. 1521–1543.

16. Recent innovations in international banking (Cross Report) [Electronic resource] // CGFS Publications. – 1986. – № 1. – Режим доступу : // [www.bis.org/publ/ecsc01c.pdf](http://www.bis.org/publ/ecsc01c.pdf).
17. Transmission mechanisms for monetary policy in emerging market economies [Text] // BIS Papers. – 2008. – № 35.

### *Summary*

The review of the most considerable innovations which entailed system transformation of world financial market in a period 1990-2000 p.p is given in the article.

Отримано 15.12.2009

УДК 338.23:336.74(477)

*М.І. Хмелярчук, канд. екон. наук, доц., Львівський інститут банківської справи Університету банківської справи НБУ*

## **ІНСТИТУЦІОНАЛЬНЕ СЕРЕДОВИЩЕ ФОРМУВАННЯ І РЕАЛІЗАЦІЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ**

*У статті проаналізовано становлення інститутів, пов'язаних з формуванням та реалізацією монетарної політики в Україні, та висвітлено проблемні питання в їх функціонуванні в умовах фінансової кризи. Обґрунтовано необхідність посилення координації та регулювання ринку фінансових послуг з єдиного центру монетарної влади в країні.*

*Ключові слова: монетарна політика, інститути, фінансовий ринок, банки.*

**Постановка проблеми.** Здобуття незалежності Україною та перехід на ринкові методи господарювання об'єктивно зумовили інституційні зміни в усіх секторах національної економіки, зокрема і в монетарній сфері. Адже в цілому монетарна політика є частиною економічної політики держави, точніше “діяльністю органів державної монетарної влади щодо управління пропозицією грошей в національній економіці для досягнення заздалегідь визначених макроекономічних цілей” [2, с. 21]. Очевидно, що досягнення поставлених цілей вимагає узгодження та координації усіх інституційних ланок національної економіки, зокрема органів законодавчої та виконавчої влади, монетарної і немонетарної влади тощо. Відповідно формування інституціонального середовища реалізації монетарної політики є актуальною проблемою науки і практики.

**Аналіз останніх досліджень.** У наукових дискусіях щодо перспективних шляхів формування монетарної політики НБУ беруть участь багато вітчизняних вчених та практиків, а саме: О.В. Дзюблюк, А.С. Гальчинський, Н.І. Гребеник, Т.О. Кричевська, А.О. Спіфанов, В.Д. Лагутін, В.І. Міщенко, С.В. Науменкова, М.І. Савлук, А.В. Сомик,