

РИНОК ДЕРИВАТИВІВ В СИСТЕМІ ГЛОБАЛЬНИХ МАКРОФІНАНСОВИХ ПРОЦЕСІВ

Експоненціальне зростання ринку деривативів пояснено з позиції) глобальних макрофінансових трансформацій. Вказано глобальні фінансові дисбаланси, особливості глобальних монетарних взаємин, модернізація фінансових систем і зростання значення суб'єктивних факторів у сприйнятті ризику розширюють та ускладнюють ризикогенні процеси, збільшуючи попит на хедж-операції.

Фінансові інновації стають невід'ємним елементом глобальних трансформаційних процесів. Ринок деривативів як найбільш інноваційний сегмент глобальної фінансової системи демонструє значний динамізм свого розвитку, водночас залишаючи відкритими ряд питань про відповідність між примноженням попиту на перестраховання ризику та фундаментальними процесами у макроекономіці чи на фінансових ринках. Оскільки фінансова глобалізація суттєво модифікує структуру взаємозв'язків між макроекономікою та процесами, що відбуваються у глобальному фінансовому континуумі, то це повинно відображати глибоку трансформацію ризикогенних тенденцій. Саме завдяки тому, що такі трансформації не завжди адекватно відображаються у наукових дискурсах, гіпершвидке примноження хедж-трансакцій дуже часто сприймається як загрозове чи таке, яке містить ознаки перманентної дестабілізації. Не вдаючись у дискусії щодо дестабілізаційного впливу на розвиток глобальної фінансової системи, слід визнати, що фінансовий світ опинився в стані поєднання двох протилежних тенденцій, коли фінансова глобалізація розширює діапазон потенційних ризиків, але і дає змогу хеджувати їх з допомогою фінансових інновацій. З цих міркувань є актуальним дослідження зв'язків між характерними структурними зрушеннями у сфері глобальної економіки, появою нових джерел і структури ризиків, а також того, що розвиток ринку деривативів перетворюється на відображення вказаних тенденцій.

Після азійської кризи ринок деривативів став об'єктом критичного аналізу завдяки розвідкам Дж. Сороса. Обстоюючи ідею рефлексивності фінансових ринків, науковець чи не вперше висловив припущення про те, що цей ринок містить потенційне джерело системної нестабільності у сфері глобальних фінансів [1]. Застереження щодо ринку деривативів містяться і у працях Ст. Фішера, який констатує, що "обплутування" глобальної фінансової системи перестраховими операціями призводить до ситуації, яку описують з допомогою часто вживаного афоризму теорії хаосу: "змах крил метелика в Африці може спричинити тайфун у Тихому океані" [2]. Більш оптимістично ринок деривативів оцінено у дискурсі О. Сохацької, яка акцентує увагу на тому, що ринок похідних інструментів дає змогу через міжчасовий перерозподіл ризиків ув'язати очікування з реальними макроекономічними процесами [3].

Так, дуже часто робляться спроби пояснювати експансії ринку деривативів категоріями "відриву" фінансового сектора від реального [4]. Інший підхід наявний у розвідці Х. Аппера. Зростання в обсягах щоденних трансакцій на ринку деривати-

Віктор Козюк

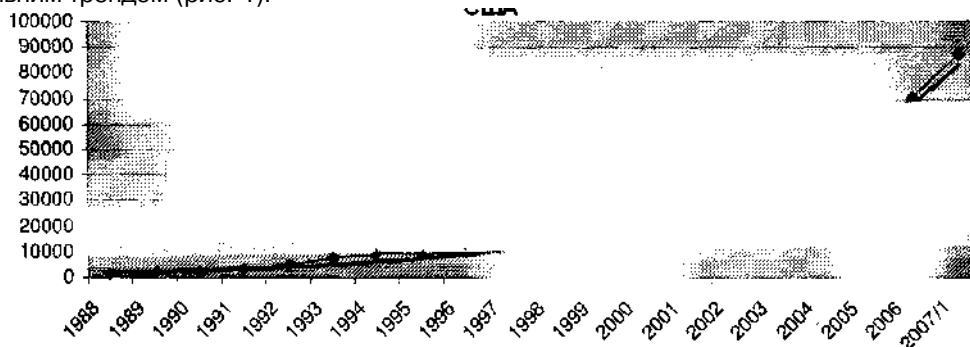
Ринок деривативів в системі глобальних макрофінансових процесів

Вів науковець пояснює намаганнями передбачити поведінку центральних банків щодо зміни короткострокових процентних ставок. Х. Аппер визнає у цьому певний парадокс. Більш трансперентні та передбачувані центробанки не працюють у напрямку, який не міг би бути врахований ринками, в результаті активності яких відбулося би формування кривої дохідності, що базується на раціональній інтерпретації поведінки операційних ставок на грошовому ринку. Однак обсяги укладання угод з хедж-операцій щодо процентних ставок кореспондують з динамікою ставок провідних центробанків, причому зростання ставок означає збільшення обсягу укладених угод. На думку вченого, це свідчить про те, що кожне подальше підвищення ставок центробанками ринки розглядали як таке, що не відповідає очікуванням щодо їхньої поведінки. Х. Аппер робить загальний висновок: ринок деривативів зростає відповідно до ступеня невизначеності поведінки монетарних органів у майбутньому [5]. Такий підхід слід визнати доволі поверховим з тих міркувань, що він стосується тільки зовнішнього емпіричного аспекту зв'язку між укладанням хедж-операцій з допомогою процентних інструментів і поведінкою центральних банків. Зокрема, слід визнати, що експансія ринку деривативів ув'язується з поведінкою глобальних фінансових дисбалансів [6].

Думку про перетворення експансії ринку деривативів на структурний елемент глобальних фінансів, не асоціюючи його лише із ситуацією на грошових ринках, поділяють дослідники з МВФ. Вони зазначають, що розростання ринку деривативів змінило глобальну фінансову систему у таких сферах: підвищення гнучкості та повноти глобальних фінансових ринків; розширення можливостей динамічного хеджування ризиків; виникнення своєрідного лівериджу, який дає змогу розширювати активні операції через те, що відкриті позиції перестраховані, отже не потребують формування резервів на покриття відповідних ризиків; підвищення системного ризику в разі накладання турбулентності ринку базового активу та ринку деривативів; формування передумов для неспроможності визначення кінцевого носія ризику та напрямку його трансферту, внаслідок чого неможливо визначити, чи ризик перекладено на резидентів, чи на нерезидентів [7].

Указане дослідження не містить аналізу та узагальнення щодо структурних змін у глобальній економіці, які би позначились на симетричному перетворенні ринку деривативів у структурний елемент глобальних фінансових процесів. З огляду на це метою статті є виявлення впливу глобальних макрофінансових трансформацій на ускладнення структури ризиків глобального інвестування, з допомогою чого можна було би пояснити зростаюче значення ринку деривативів у системі фінансової глобалізації.

З емпіричної точки зору, динаміка ринку деривативів описується експоненціальним трендом (рис. 1).



$$y = 1490,2e^{0,20t}$$

Джерело: [8].

Рис. 1. Річний обіг фінансових деривативів у світі, млрд. дол. США

З рис. 1. видно, що перетворення тренда зростання обсягу операцій з деривативами на експоненціальний відбулося після 2002 р., а з 2004 р. збільшення обсягу операцій навіть випереджає тренд. Таке явище спостерігалось тільки впродовж 1993-1995 рр. - у період перед та після мексиканської валютної кризи, що можна пов'язати з тим, що ринки були готові до потрясіння. Зокрема, азійська криза не вплинула на збільшення обсягу цих операцій ні на передодні, ні після. Це є підтвердженням того, що вона була не прогнозованою. Перший злам фактичного обсягу деривативів відбувся у 1992 р. і пов'язаний найімовірніше з кризою Європейської валютної системи. Наступний злам у динаміці обігу відбувся в період краху ринку фірм нової економіки (2000-2001 рр.). Однак після 2002 р. зростання інтересу до хедж-операцій переросло у явище зі структурними якостями.

Слід зазначити, що на аналізований період припали такі структурні зрушення в глобальній економіці:

- реформи макрополітики та фінансових систем відповідно до врахування уроків азійської кризи, які привели до розширення можливостей глобальних інвестицій в активи з країн з ринками, що виникають. Зросли обсяги діяльності фінансових інституцій загалом та у міжнародному вимірі за рахунок послаблення домашнього зміщення; знизилась глобальні процентні ставки, які потенційно заохочують до ризикової поведінки;
- поєднання процесів трансформації фінансових систем і розширення кола елементів входження у фінансову глобалізацію за рахунок зростання доступності недавно незначимих валют, ринків та інструментів призводить до того, що мультивалютність у проекції на інтеграцію фінансових ринків починає виконувати певну зв'язну роль між потребою у нових ринках для задоволення вимоги щодо ефективної диверсифікації та процесами адаптації фінансових систем до функціонування у більш ліберальних умовах;
- нагромадження глобальних дисбалансів, які відродили відносно забуте джерело нестабільності - ризик курсу основної валюти та попиту на неї (долара США), але і зумовили виникнення нових джерел - зростання цін первинних ресурсів, невизначеність щодо напрямку диверсифікації глобальних валютних резервів, прогнозований шок європейської економіки від різкого зростання глобального попиту на євро тощо. Розширення діапазону та рівня ризиків глобальної фінансової стабільності стало принципово важливою детермінантою самовідтворення в розвитку ринку деривативів, зокрема ув'язки експоненціального тренда їхньої динаміки з іншими експоненціальними трендами глобальних валютних резервів, кредитних агрегатів, вартості активів, зовнішніх позицій тощо [6].

Завдяки цьому спостерігається домінування процентних інструментів, а не валютних, у структурі емісії деривативів, що властиво також і поділу операцій на транскордонні та внутрішні (табл. 1-2).

Це є відображенням зростаючого значення потоків капіталу і ризиків, які пов'язані з інвестиціями в інструменти фондового ринку (акції та облігації) та із прогресуючим значенням глобальної диверсифікації активів. Пришвидшення зростання інструментів, які дають змогу страхувати ризик зміни курсів акцій, відображає суттєве підвищення ролі волатильності ринку корпоративних паперів у глобальній фінансовій системі. Обвал сегмента високотехнологічних компаній і корпоративні скандали на початку 2000-х рр. демонструють, що в умовах нагромаджених зовнішніх активів і пасивів, які в кілька разів перевищують ВВП, флуктуації капіталізації фондових ринків можуть мати більше негативних наслідків для глобальної економіки, ніж волатильність валютних курсів, які і так відірвані від фундаментальних процесів.

Таблиця 1

Середньорічні обсяги операцій з деривативами, млрд. дол.

	1993	1996	2000	2004	2007
Процентні ф'ючерси	4960,4	5979,0	7907,8	18164,9	28737,5
Процентні опціони	2361,4	3227,8	4734,2	24604,1	48533,5
Валютні ф'ючерси	34,7	37,7	74,4	103,5	423,9
Валютні опціони	75,9	133,4	21,4	60,7	82,8
Ф'ючерси на індекси ринку акцій	110,0	195,9	377,5	635,2	1191,6
Опціони на індекси ринку акцій	231,6	394,5	1148,4	3023,8	8054,0
Разом	7774,1	10018,2	14263,8	46592,3	87023,2
Країни Північної Америки	4359,9	4841,2	8168,0	27608,3	52596,5
Країни Європи	1777,9	2828,0	4193,9	16607,8	28883,3
Країни Азійсько-Тихоокеанського регіону	1606,0	2154,0	1611,8	2426,9	4830,1
Інші	30,3	195,0	286,2	249,3	713,3

Джерело: [8].

Таблиця 2

Середньоденний оборот глобального ринку деривативів
за міжнародним характером операцій, млрд. дол.

Операції	1998	2001	2004	2007
Разом				
Із дилерами, що звітують БМР	203	354	556	903
Місцеві	91	146	210	337
Транскордонні	111	209	345	566
З іншими фінансовими інституціями	109	159	499	870
Місцеві	53	63	211	247
Транскордонні	56	96	288	623
З не-фінансовими інституціями	50	42	103	202
Місцеві	30	24	42	68
Транскордонні	21	18	62	134
Валютні інструменти				
Із дилерами, що звітують БМР	53	32	61	103
Місцеві	20	10	22	24
Транскордонні	33	22	39	79
З іншими фінансовими інституціями	20	17	49	123
Місцеві	8	7	16	33
Транскордонні	12	10	32	89
З не-фінансовими інституціями	24	18	24	66
Місцеві	13	10	10	31
Транскордонні	10	8	14	35
Процентні інструменти				
Із дилерами, що звітують БМР	150	323	494	800
Місцеві	71	135	188	313
Транскордонні	78	187	306	487
З іншими фінансовими інституціями	89	142	450	747
Місцеві	46	57	195	213
Транскордонні	44	85	256	534
З не-фінансовими інституціями	27	25	79	136
Місцеві	16	15	32	37
Транскордонні	10	10	47	99

Джерело: [9].

Стрімке зростання світових фондових ринків наприкінці 1990-х рр. вплинуло на те, що інструменти з хеджування коливання ризику зміни індексу почали динамічно розвиватись. Наприклад, обсяги операцій з процентними інструментами з 1996 р. по 2000 р. збільшилися в півтора рази, а опціони та ф'ючерси щодо індексу акцій - у 2-4 рази. Однак упродовж 2000-х рр. ситуація змінилась. Операції щодо індексів продовжували динамічно зростати, але вони суттєво поступились за швидкістю примноження обсягу операцій з процентними інструментами. Такі радикальні зміни засвідчують наявність монетарного фактора. Експансія глобальних валютних резервів, платіжні дисбаланси та масштабні бюджетні дефіцити на тлі глобально низьких процентних ставок зумовили великий попит на цей тип операцій. Комбінація розкручування спіралі глобальних дисбалансів і трансформації фінансової системи змінила значення глобальних потоків капіталу з фіксованим доходом: вони обслуговують одразу і монетарні процеси глобального рівня, і фінансові, і взаємозв'язки між ними, підвищуючи ризики зміни ставок і невизначеність щодо перспективи тренда. Враховуючи масштаби дисбалансів та обсяги активів фінансової системи, слід зазначити, що будь-які незначні зміни глобальних процентних ставок одразу означають зміни в обсягах потоків капіталу у глобально значимих величинах. Саме тому можна спостерігати великий інтерес до перестраховування ризику зміни процентних ставок, що відображається у радикальному збільшенні частки відповідних інструментів у структурі глобального обігу деривативів.

Поєднання указаних фінансових трансформацій з монетарними проблемами глобального рівня - зв'язку між значенням долара в глобальній економіці та платіжними дисбалансами - зумовлює потребу в суттєвому уточненні рівнів утворення ризику, без чого пояснення такого швидкого зростання ринку деривативів буде дуже обмеженим.

У цьому разі можна виокремити п'ять рівнів ризику.

Перший рівень ризику пов'язаний з глобальними монетарними процесами і відображає невизначеність щодо пристосування глобальних фінансових дисбалансів, глобальних процентних ставок, курсу провідних валют або невизначеність щодо наслідків монетарних взаємин між США, зоною євро та азійськими країнами, які нагромадили великі валютні резерви. Певною мірою сюди можна зарахувати і провідних експортерів нафти. Значимість ризиків цього рівня базується на тому, що від того, як його оцінюватимуть економічні агенти, багато в чому залежить те, яким буде характер самих дисбалансів - рівноважним чи нерівноважним, з відповідною невизначеністю щодо характеру пристосування та розподілу втрат і вигод. З іншого боку, така значимість має конкретні макроекономічні форми у вигляді динаміки економічного зростання та достатності гнучкості економіки, пристосування до умов глобальної конкуренції, змін у валютних курсах провідних валют не тільки в країнах-емітентах таких валют, а й у валютних блоках. Це так само стосується інфляції, адже прив'язка до валюти, яка втрачає вартість, підвищує інфляційний фон, а прив'язка до валюти, цінність якої зростає, може викликати рецесію, якщо економіка недостатнього гнучка для того, щоб дефляція у ній розглядалась як така, що не є загрозою для споживання та інвестицій.

Другий рівень ризику пов'язаний з поведінкою капіталізації ринку акцій та облігацій за того чи іншого характеру потоків капіталу, що визначається наслідками монетарних процесів глобального рівня. Профіцитні країни можуть знизити свій попит на активи дефіцитних країн, а останні можуть обмежити свій попит на товари перших. Можливі й інші варіанти. Наприклад, перші знижують попит на інструменти з фіксованим доходом, а другі зменшують вивіз капіталу у вигляді ПІІ чи придбання корпоративних інструментів. У будь-якому разі ризик зміни відносних дохо-

Віктор Козюк

Ринок деривативів в системі глобальних макрофінансових процесів

дностей на тому чи іншому сегменті фінансового ринку в глобальних масштабах залишається.

Третій рівень ризику стосується проблеми пошуку варіантів диверсифікації. Він стосується того, що фінансова глобалізація сприяє інтеграції ринків, яка знижує ефективність диверсифікації на умовно визначеній відомій частині фінансового ринку, але вона і призводить до розширення доступу до ринку інструментів з нижчими інвестиційними якостями (про входження нових елементів у глобальну фінансову систему, що зумовлює збільшення пропозиції інструментів з низьким інвестиційним рейтингом, див. [10]), які однак дають змогу зберегти вигоди від диверсифікації. В більш конкретному варіанті цей рівень ризику може стосуватись зростання в глобальних активах частки інструментів з ринками, що виникають. Так само зниження глобальних ставок і з огляду на монетарні процеси, і з огляду на ставлення до ризику зменшує спреди за інструментами з низьким рейтингом набагато більше, ніж за інструментами з високим. Це загрожує виникненню системного ризику та актуалізує проблему морального ризику, стадної поведінки, міграції криз тощо.

Четвертий рівень ризику стосується поточної кон'юнктури на фінансовому ринку. Його окремим різновидом можна назвати намагання перестрахувати ризики кожним окремим учасником ринку. За суттю це є мікроекономічний вимір ризику, який демонструє оптимізаційну поведінку інвестора.

П'ятий рівень стосується ризику зміни ставлення до ризику з боку глобальних інвесторів. Він не стільки ієрархізований як попередні, скільки наскрізний. Від цього ризику в дуже багатьох випадках залежать процеси, які спричинюють ризик на кожному із розглянутих вище рівнях. Так, хеджування цього ризику є спробою інвесторів перестрахуватись від наслідків раптових змін у суб'єктивних настроях своїх колег. Те, що такий ризик стає відносно новим явищем, пов'язано із зростанням зайнятості у фінансовій індустрії та розширенням діапазону інформації, необхідної для прийняття оптимального рішення в глобальному вимірі у режимі реального часу в результаті прогресуючої фінансової інтеграції та трансформації фінансових систем у ринковому напрямку. Слід зазначити, що якщо кожен з учасників усвідомлює залежність тих чи інших макрофінансових процесів від суб'єктивного сприйняття, то розуміння функціонування системи загалом базуватиметься на уявленні про неї як про перманентно нестабільну.

Отже, врахування трансформації глобальної фінансової системи та розкручування спіралі глобальних фінансових дисбалансів дає змогу пояснити процеси експоненціального зростання ринку деривативів. За цим приховано багаторазове перестрашування відкритих позицій і втрата остаточного визначення того, на кого припадатиме фінальний тягар з оплати вимог контрактів. Унаслідок структурних зрушень у глобальній економіці ускладнюється система потенційних джерел ризикогенних процесів, проте аналіз цих зрушень дав змогу виокремити п'ять рівнів утворення ризику. Однак сам факт того, що природження обігу цих інструментів відбувається такими темпами, демонструє дуалістичну картину: примноження ризиків та їхнє перестрашування парадоксально об'єднуються в один динамічний процес.

Література

1. Сорос Дж. *Новая глобальная финансовая архитектура // Вопросы экономики. - 2000. - № 12. - С. 56-84.*
2. Fischer St. *Financial Market Liberalization // Financial Globalization. Fifth BIS Annual Research Conference, 19-20 June 2006 // BIS Paper. - 2006. - № 32. - P. 4-11.*
3. Сохацька О. М.

Ринки корпоративних цінних паперів
і похідних фінансових інструментів

4. Луцишин З. О. Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації. -К.:Друк, 2001. -320 с.
5. *Upper Ch. Derivatives Activity and Monetary Policy // BIS Quarterly Review.* - 2006. - Sept. - P. 65-76.
6. Козюк В. В. Макроекономічні наслідки експоненціальних трендів глобальних фінансових дисбалансів //Економіка України. - 2007. - № 6. - С. 25-35.
7. *Modern Banking and OTC Derivatives Markets: The Transformation of Global Finance and its Implications for Systemic Risk // IMF Occasional Paper.* - 2001. - P. 1- 72.
8. *Global Financial Stability Report.* - Wash. (D.C.): IMF, 2007. - P. 142-143.
9. *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market.* - BIS:2007.-P. 11.
10. *Changes in the International Investor Base and Implications for Financial Stability //Global Financial Stability Report. IMF.* - Wash. (D.C.):IMF, 2007. - Chapter II. - P.87-88.