

СЕКЦІЯ 2 СВІТОВЕ ГОСПОДАРСТВО І МІЖНАРОДНІ ЕКОНОМІЧНІ ВІДНОСИНИ

УДК 336.71

Пономаренко І.В.

*кандидат економічних наук, доцент,
старший науковий співробітник відділу макроекономічного регулювання
та міжнародних економічних відносин
Академії фінансового управління*

Вінникова І.І.

*кандидат економічних наук, доцент,
доцент кафедри менеджменту
Київського національного економічного університету
імені Вадима Гетьмана*

ГЛОБАЛЬНИЙ РИНОК ДЕРИВАТИВІВ: СУЧАСНИЙ СТАН ТА ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ

У статті розглянуто теоретичні підходи до дослідження похідних фінансових інструментів. Наведено класифікацію деривативів, основними складовими якої є угоди, що здійснюються на біржах та регулюються міжнародними стандартами. Проаналізовано основні показники функціонування ринку біржових похідних фінансових інструментів у сучасних умовах.

Ключові слова: деривативи, фінансова система, біржі, кліринг, хеджування ризиків, біржовий та позабіржовий ринки.

Пономаренко І.В., Винникова І.І. ГЛОБАЛЬНИЙ РИНОК ДЕРИВАТИВОВ: СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ

В статье рассмотрены теоретические основы исследования производных финансовых инструментов. Представлена классификация деривативов, основными составляющими которой являются сделки, совершаемые на биржах и регулируемые международными стандартами. Проанализированы основные показатели функционирования рынка биржевых производных финансовых инструментов в современных условиях.

Ключевые слова: деривативы, финансовая система, биржи, клиринг, хеджирование рисков, биржевой и внебиржевой рынки.

Ponomarenko I.V., Vinnikova I.I. GLOBAL DERIVATIVE MARKET: CURRENT SITUATION AND DEVELOPMENT PROSPECTS

The article is dedicated to the theoretical foundations of derivatives study. Shows the classification of derivatives, the main components of which are agreements, that are made on exchanges and regulated by international standards. The basic performance indicators of stock market derivatives in the modern world are analyzed.

Keywords: derivatives, financial system, exchange, clearing, risk hedging, exchange and OTC markets.

Постановка проблеми. Еволюція похідних фінансових інструментів почалася у стародавні часи та характеризується етапами інтенсивного розвитку і занепаду. Після зростання обсягів деривативів на початку ХХІ століття спостерігається їх суттєве скорочення у період економічної кризи 2008 р. Зазначені обставини закономірно призвели до широкої полеміки у наукових колах стосовно впливу інтенсивного зростання ринку деривативів на розповсюдження дестабілізуючих факторів у глобальному економічному середовищі [1, с. 408].

У сучасних умовах деривативи є невід'ємною складовою фінансових та товарних ринків, оскільки дозволяють хеджувати ризики та використовувати інноваційно-інвестиційні стратегії. Глобальний характер ринку похідних фінансових інструментів пов'язаний з експозицією деривативів на більшість активів та можливостями трейдингу в режимі онлайн у будь-який час. Іншим фактором поширення зазначених інструментів є недостатній рівень регулювання позабіржових похідних фінансових інструментів та наявність фінансового інжинірингу, що пояснюється зростанням попиту від різних категорій учасників фінансових і товарних ринків.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Значний внесок у дослідження теоретичних засад фор-

мування ринку деривативів та особливостей його функціонування зробили зарубіжні вчені М. Ансон, А. Буренін, В. Бочаров, Н. Калдор, Р. МакДональд, Л. Макміллан, Т. Ордеберг, К. Смітсон, М. Томсетт, М. Тромблі, Дж. Халл, Д. Хорафас та ін. Серед вітчизняних фахівців проблеми похідних фінансових інструментів досліджують В.О. Гниляк, В.В. Гоффе, Ю.М. Коваленко, А.А. Пересада, Л.О. Примостка, М.О. Солодкий, О.М. Сохацька, О.Г. Шевченко та ін.

Постановка завдання. Мета статті полягає у дослідженні особливостей функціонування сучасного ринку деривативів та оцінюванні перспектив його подальшого розвитку.

Виклад основного матеріалу дослідження. Трансформації інституціональної структури сучасного фінансового ринку призводять до еволюції комплексних фінансових інструментів та ускладнення біржових стратегій щодо торгівлі цінними паперами. Окреслені тенденції знайшли широке відображення й на ринку похідних фінансових інструментів, які являють собою угоди стосовно виконання зобов'язань учасниками, що пов'язані зі зміною ціни базового активу і ведуть до позитивного чи негативного фінансового результату для кожної зі сторін.

Можливість хеджування позицій у процентних ставках, цінних паперах, валютах і сировинних товарах

значною чисельністю учасників світової фінансової системи сприяє поступовому зростанню ринку деривативів в сучасних умовах. Зазначений інструмент дозволяє не лише ефективно мінімізувати ризики, а й використовується у багатьох випадках у спекулятивних цілях, що викликає занепокоєння у національних та наднаціональних органів управління.

У світовій практиці ринок похідних фінансових інструментів розподіляється на два основні сегменти: угоди, що здійснюються на біржах та регулюються міжнародними стандартами; позабіржові деривативи. Варто зазначити, що існують похідні фінансові інструменти з аналогічними функціями, які можуть функціонувати у кожному із сегментів, проте їхні основні характеристики будуть значно відрізнятися: особливості використання, рівень стандартизації, придатність до клірингу. На рисунку 1 представлено узагальнену схему класифікації похідних фінансових інструментів.

Основними похідними фінансовими інструментами сегмента біржових деривативів є ф'ючерси та опціони, серед яких важливе значення відіграють індексні опціони та ф'ючерси. Контракти на індекси пов'язані з конкретними інструментами (наприклад, індекс Euro Stoxx 50) і можуть включати вторинні характеристики, такі як волатильність або дивіденди (наприклад, індексні ф'ючерси Euro Stoxx 50). Представлені деривативи стандартизуються за термінами виконання та розмірами контрактів, а також можливі змінами на ринку.

У сегменті регульованих деривативів можна виділити окрему підгрупу похідних фінансових інструментів, які проходять процедуру клірингу та подібні до біржових контрактів. Зазначена група деривативів має основні характеристики біржових продуктів, проте учасники мають можливість проводити двосторонні переговори щодо термінів погашення контракту, ціни виконання і способів розрахунку. Після узгодження умов контракти відправляються на біржі або до інституту центрального контрагента (CCP) з метою їх підтвердження, обробки та клірингу. У 2014 р. найбільшим постачальником зазначених похідних фінансових інструментів була платформа Bclear біржі NYSE Euronext (США), яка надавала можливість торгувати 2419 ф'ючерсами, 2410 опціонами та 16 варіантами індексних опціонів. До складу ф'ючерсних контрактів зазначеної платформи входять 168 одноіменних дивідендних ф'ючерсів, які були запущені в листопаді 2013 р. та дають інвесторам можливість торгувати інструментами, що коригується за допомогою як звичайних, так і спеціальних дивідендних виплат.

На кінець III кварталу 2014 р. обіг біржових деривативів у світі склав 1439,0 млрд дол., що на 13,9 млрд дол. менше порівняно з аналогічним періодом 2013 р. Ключовими гравцями на ринку біржових

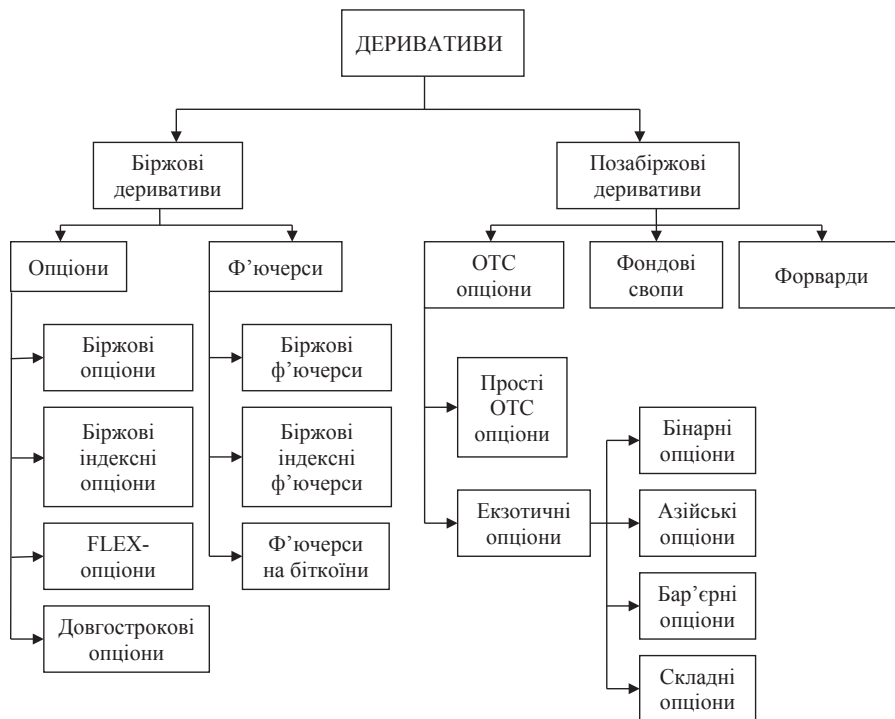


Рис. 1. Класифікація похідних фінансових інструментів

Складено за: Equity derivatives [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ksvai.com/images/>

похідних фінансових інструментів є країни Північної Америки (59,5%), Європи (31,9%) та Азії (7,1%) (рис. 2).

Лідруючі позиції США на ринку біржових похідних фінансових інструментів пояснюються тим, що в країні – 25 найбільших холдингових компаній, загальний обсяг деривативів яких за три квартали 2014 р. склав 238,9 млрд дол., а структура мала такий вигляд: ф'ючерси – 2,64%, опціони – 2,01%, форварди – 16,20%, свопи – 61,95%, інші ОТС деривативи – 17,20%.

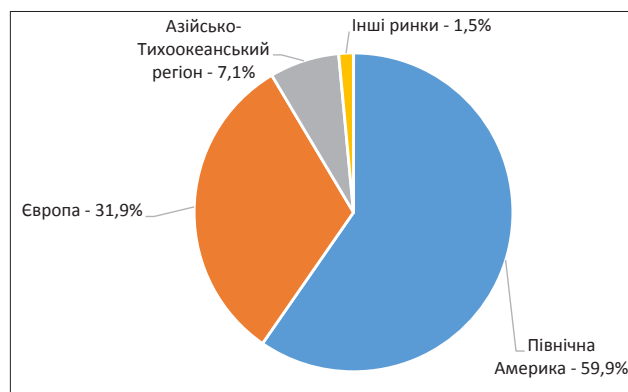


Рис. 2. Регіональна структура біржових похідних фінансових інструментів за три квартали 2014 р.

Складено за: Amounts outstanding of over-the-counter (OTC) derivatives by risk category and instrument [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bis.org/statistics/dt1920a.pdf>

Політика оптимізації балансів за рахунок зростання обсягів деривативів призвела до значного дисбалансу їхніх обсягів щодо власних активів. На

кінець III кварталу 2014 р. найбільші обсяги похідних фінансових інструментів належали таким американським фінансовим установам: JPMorgan Chase & Co. – 65,5 млрд дол., Citigroup Inc. – 64,8 млрд дол., Goldman Sachs Group – 58,2 млрд дол., Bank of America Corporation – 57,0 млрд дол., Morgan Stanley – 43,9 млрд дол. (рис. 3). Зазначені компанії у III кварталі 2014 р. порівняно з аналогічним періодом 2008 р. збільшили обсяг похідних фінансових інструментів на 62,7%, а активів – лише на 9,3% [4]. Для зазначених п'яти найбільших американських компаній вартість похідних фінансових інструментів була більшою, ніж вартість активів у 35 разів, що на 48,8% більше, ніж у 2008 р. Водночас у США для окремих банківських холдингів цей розрив перевищує 50 разів, що вимагає від органів державного управління посилення уваги до оцінки стійкості їхніх балансів і рівня ризиків фінансової системи у цілому.

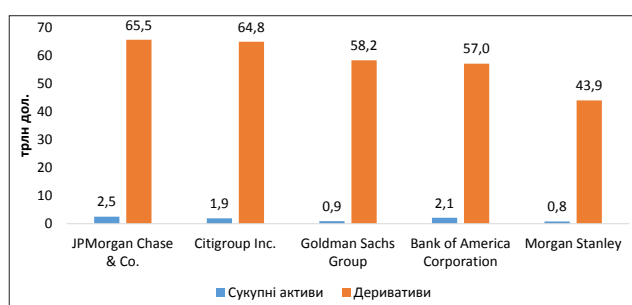


Рис. 3. Співвідношення активів та деривативів найбільших фінансових установ світу за I півріччя 2014 р.

Складено за: OCC's Quarterly Report on Bank Trading and Derivatives Activities. Third Quarter 2014 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.occ.gov/topics/capital-markets/financial-markets/trading/derivatives/dq314.pdf>

Істотним фактором нестабільності ринку похідних фінансових інструментів є також значний обсяг незастрахованих зобов'язань банківських холдингів. У 10% найбільших американських банківських холдингів незастраховані зобов'язання становлять більше 40% зобов'язань за активами. Представлена структура пасивів порушує стійкість фінансової системи і посилює ризики масового вилучення вкладів, що спонукатиме банківські установи розпродавати власні активи, посилять падіння цін і призведе до розвитку кризових явищ [5].

Розвиток інноваційних технологій у сучасних умовах сприяв появі інноваційних похідних фінансових інструментів на біржовому ринку. Серед представлених інструментів варто виділити біткоїни, розповсюдження яких призвело до появи бірж, що спеціалізуються на торгівлі похідними інструментами зазначеної криптовалюти. У 2011 р. першою у світі спеціалізованою біржею з хеджування ризиків з біткоїнами стала ICBIT (Домініка), яка дає можливість торгувати трьох-, шестимісячними та річними ф'ючерсними контрактами на біткоїн-долар, а основними учасниками є невеликі інвестфонди і приватні особи з різних країн світу. Згідно з маркетинговою стратегією було проведено ребрендинг ICBIT, у результаті чого компанія отримала назву OrderBook.net [6]. У 2013 р. було створено сингапурську біржу Btc.sx, яка дозволяє хеджувати ризики з біткоїнами.

Відношення офіційних регуляторів до платіжної системи Біткоїн є дуже обережним, що пояснюється існуванням багатьох ризиків, у тому числі віднесен-

ням зазначених операцій до категорії інструментів з відмивання грошей. Для забезпечення легального функціонування похідних фінансових інструментів на біткоїни у 2014 р. торговельна система Tera Exchange запустила першу регульовану торговельну платформу, яка почала надавати поточну інформацію про індекси цін на зазначену криптовалюту. Дозвіл від Комісії з торгівлі товарними ф'ючерсами США сприяв формуванню легального ринку криптовалютних свопів, який дозволяє інституціональним клієнтам більш безпечно і ефективно хеджувати свої позиції та вільно торгувати новим інструментом. У майбутньому передбачається, що ринок деривативів дозволить стабілізувати курс біткоїнів, а запровадження нового індексу сприятиме інтеграції торговельних майданчиків та узгодженню політики ціноутворення [7].

Іншим сегментом ринку деривативів є позабіржовий сектор, який, за оцінками експертів, становить приблизно 95% похідних фінансових інструментів. Варто наголосити, що зазначений сектор є більш прибутковим, а значна кількість операцій знаходиться поза межами нагляду офіційних регуляторів. Для зазначеного фінансового інструменту відсутня стандартизація параметрів угод, що зменшує ліквідність ринку. Проте система управління похідними фінансовими інструментами в межах офіційних банківських установ також може бути дуже складною і непрозорою.

На кінець II кварталу 2014 р. світовий обсяг позабіржових деривативів склав 691,5 млрд дол., що на 18% більше, ніж було перед економічною кризою у 2008 р. (рис. 4).

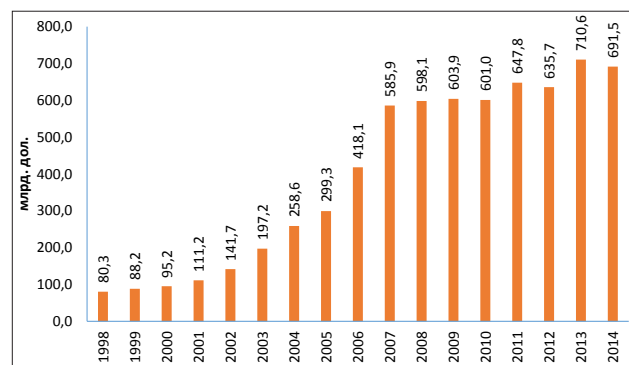


Рис. 4. Динаміка позабіржових деривативів за 1998–2014 рр.

Складено за: Amounts outstanding of over-the-counter (OTC) derivatives [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bis.org/statistics/derdetailed.htm>

На кінець червня 2014 р. валова ринкова вартість позабіржових деривативів склала близько 17,4 трлн дол., знизившись порівняно з аналогічним періодом 2013 р. на 13,9%. Окреслена тенденція пояснюється поступовим зменшенням процентних деривативів, які займають становище, що превалює, серед позабіржових інструментів. На ринках кредитних дефолтних свопів на кінець червня 2014 р. контракти з центральними контрагентами склали 27% від умовних CDS, що на 23% більше порівняно з аналогічним періодом попереднього року [9].

Розвиток фінансового інжинірингу на ринку позабіржових фінансових інструментів призвів до появи кредитних деривативів, екзотичних похідних фінансових інструментів, до яких належать азійські, бар'єрні, бінарні, складні опціони. Серед пред-

ставлених контрактів на особливу увагу заслуговує такий інноваційний продукт, як бінарний опціон (цифровий опціон, опціону «все або нічого», опціон із фіксованим прибутком), що являє собою похідний фінансовий інструмент, який залежно від виконання зазначеної умови щодо зростання чи зменшення вартості базового активу у встановлений момент часу приносить заздалегідь визначений розмір прибутку або збитку. Згідно з класифікацією бінарних опціонів у системі інтернет-трейдингу виділяються: класичний бінарний опціон (Call-опціон та Put-опціон); опціон «Конструктор»; опціон «One touch» опціон Range; кореляційний бінарний опціон [10].

В умовах детінізації банківського сектору ключовою проблемою стає визначення «токсичності» цих активів, що пояснюється намаганнями банків мінімізувати допуск до певної інформації про їхню діяльність та відсутністю узгодженої міжнародної системи обліку деривативів. Парадоксальність ситуації у тому, що світовими центрами тіньової банківської системи стали США та країни ЄС, які належать до групи найрозвиненіших держав світу та вважаються лідерами у боротьбі з незаконними операціями у фінансовій сфері.

Варто зазначити, що між ризиками за кредитами та бінарними опціонами існують значні відмінності, оскільки торгівля останніми відбувається в умовах більшої невизначеності. Основними факторами, що впливають на кредитні ризики похідних фінансових інструментів, є: волатильність процентної ставки, валюти, товарів, акцій тощо; строки погашення та ліквідність контрактів; кредитоспроможність контрагентів.

Для більшості угод з похідними фінансовими інструментами кредитні ризики є двосторонніми, насамперед це стосується свопів, які становлять основну частину похідних банківських контрактів. Тобто у різні періоди функціонування контракту кожний учасник договору може мати поточний кредитний ризик по іншій стороні. Оскільки рівень кредитного ризику являє собою функцію руху ринкових факторів, то банківські установи не мають обмежені можливості щодо визначення кількісних характеристик деривативних контрактів у майбутньому [11].

Введення у 2015 р. в ЄС нормативно-правових актів, що включають правила на електронну торгівлю, забезпечують прозорість та рентабельність, а також здійснення клірингу для стандартних свопів, сприятиме посиленню регулювання європейського ринку деривативів. Активні зусилля Франції й Австрії призвели до того, що з 1 січня 2016 р. всі фінансові операції, за винятком первинного ринку і банківських кредитів, будуть обкладатися податком, якщо хоча б одна зі сторін перебуває в ЄС. Уряд Франції в рамках впровадження податку на фінансові трансакції має на меті оподаткування усіх деривативів, а не лише кредитних дефолтних свопів (CDS). Угода повинна бути розповсюджена на усі фінансові продукти, за винятком первинного ринку і банківських кредитів. Удосконалена директива Євросоюзу «Про ринки фінансових інструментів» – MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive) (2014 р.) – передбачає обмеження з використанням високочастотної торгівлі за допомогою автоматизованих комп'ютерних систем, використання темних пулів ліквідності та спекуляцій з сировинними активами. Чимала увага приділяється створенню організованої торговельної платформи, що дозволить покращити прозорість на позабіржовому ринку деривативів. Остаточне запровадження норм MiFID II у 2017 р. повинно сприяти уповільненню нормативно-

правових змін, які регламентують діяльність фінансових компаній [12].

У США існує низка протиріч стосовно ролі та ступеня регулювання ринку похідних фінансових інструментів. Критики послаблення регулювання фінансової системи обґрунтовують свою точку зору підвищеним ризиком діяльності банківських установ, які намагаються максимізувати прибуток за рахунок здійснення сумнівних операцій. Прибічники лібералізації вважають, що регулювання відповідно до Закону Додда-Франка значно збільшує витрати банківських установ та не захищає національну економіку від кризових явищ. Уряд США розглядає можливість щодо збільшення фінансування Комісії з цінних паперів і бірж на 15% – до 1,7 млрд дол. у 2016 р., Комісії з ф'ючерсної біржової торгівлі – на 29%, до 322 млн дол.

Регулювання ринку похідних фінансових інструментів доцільно здійснювати виходячи з пропозицій комісара Комісії з ф'ючерсної біржової торгівлі США Дж. Джанкарло. Запропонована посадовцем альтернатива є більш ефективною порівняно з Розділом VII Закону Додда-Франка. До основних пропозицій належать:

1. Надання Комісії з ф'ючерсної біржової торгівлі можливості повного нагляду за ринком свопів.
2. Запровадження єдиних правил Комісією з ф'ючерсної біржової торгівлі щодо торгівлі свопами.
3. Повернення до гнучких механізмів Закону Додда-Франка, які дозволяють органічно розвивати ринок свопів у країні.
4. Встановлення вимог до фінансових продуктів, підвищення професіоналізму та формування етичної поведінки у учасників ринку свопів.
5. Підвищення прозорості трансакцій за рахунок сприяння торгівлі свопами та підвищення ліквідності ринку.

Інтенсивний розвиток біржової торгівлі та впровадження інноваційних цифрових технологій призводять до поступового відмирання традиційних механізмів торгівлі фінансовими інструментами. З 2 липня 2015 р. CME Group Inc., яка є найбільшим північноамериканським ринком фінансових деривативів та має торгові майданчики у Чикаго і Нью-Йорку, переходить лише на електронну торгівлю ф'ючерсними контрактами. Проте складність організації угод на торгівлю ф'ючерсами S&P500 та опціонами на ф'ючерси у сучасних умовах не дозволяє відмовитись від класичної системи їх продажу [13].

Запровадження секторальних санкцій та зниження ціни на нафту у 2014 р. викликали турбулентність на валютному ринку Росії, що істотно вплинуло на функціонування ринку похідних фінансових інструментів країни. Падіння курсу рубля призвело до значних збитків національних корпорацій, які долучились до тіньового ринку позабіржових валютних деривативів. Основною причиною завданих компаніям збитків стала їхня ризикована політика, яка передбачала створення похідних фінансових інструментів для зниження процентних витрат за кредитами або отримання додаткових доходів спекулятивного характеру на курсовій переоцінці. У зазначених обставинах Уряд Росії не має можливостей детально проаналізувати ситуацію у зв'язку з відсутністю повної та достовірної інформації про фактичні обсяги тіньового ринку позабіржових деривативів, і, як наслідок, неможливо визначити рівень втрат від його діяльності [14].

Реєстрація похідних фінансових інструментів в Україні почалася у 2009 р., проте вітчизняні компанії розглядають їх переважно як засіб оптимізації подат-

кових зобов'язань, що стримує розвиток ринку деривативів у країні. 4 грудня 2014 р. для інтенсифікації торгівлі на фондових біржах Правлінням НБУ було прийнято постанову № 793 «Про затвердження Положення про порядок погодження Національним банком України типових (зразкових) форм деривативів». На початок 2015 р. право на торгівлю зазначеними деривативами в країні отримали ПФТС, Українська біржа та фондова біржа «Перспектива». В умовах нестабільності фінансової системи та значної девальвації національної валюти у лютому 2015 р. фондова біржа «Перспектива» змушена була призупинила торги місячними ф'ючерсними контрактами на курс гривні до долара США та курс гривні до євро [15].

Висновки. Отже, в сучасних умовах спостерігається посилення ризиків у глобальному економічному середовищі, що пояснюється зростанням спекулятивних позабіржових операцій з похідними фінансовими інструментами. Окреслені тенденції посилюються запровадженням інноваційних видів зазначених інструментів, серед яких окреме місце посідають цифрові контракти. Поряд з цим істотна концентрація біржових деривативів у незначній кількості банківських установ призводить до монополізації ринку та його тінізації. Удосконалення нормативно-правових механізмів регулювання ринків похідних фінансових інструментів відповідно до існуючих реалій дозволить посилити прозорість їхньої біржової та позабіржової торгівлі, а також мінімізувати існуючі ризики.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Ślusarczyk B. The financial crisis and the hypothesis of «decoupling», [w:] Messenger of the International Nobel Economic Forum, No 1(3)2010, t 1, Dniepropietrowsk 2010, s. 407-415.
2. Equity derivatives [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ksvali.com/images>.
3. Amounts outstanding of over-the-counter (OTC) derivatives by risk category and instrument [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bis.org/statistics/dt1920a.pdf>.
4. OCC's Quarterly Report on Bank Trading and Derivatives Activities. Third Quarter 2014 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.occ.gov/topics/capital-markets/financial-markets/trading/derivatives/dq314.pdf>.
5. О возобновлении роста высокорисковых операций в мировой финансовой системе [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.webeconomy.ru/index.php?page=cat&cat=mcat&mcat=137&type=news&newsid=2649>.
6. Офіційний сайт OrderBook [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://orderbook.net>.
7. Офіційний сайт Tera Exchange [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.teraexchange.com>.
8. Amounts outstanding of over-the-counter (OTC) derivatives [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bis.org/statistics/derdetailed.htm>.
9. Statistical release OTC derivatives statistics at end-June 2014 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.bis.org/publ/otc_hy1411.pdf.
10. Экзотический опцион [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://forex-investor.net/ekzoticheskij-option.html>.
11. OCC's Quarterly Report on Bank Trading and Derivatives Activities First Quarter 2014 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.occ.gov/topics/capital-markets/financial-markets/trading/derivatives/dq114.pdf>.
12. The FTT – Finally a Reality [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.derivalert.org/blog/bid/106333/The-FTT-Finally-a-Reality>.
13. Офіційний сайт CME Group Inc. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.cmegroup.com>.
14. ЦБ раскрыл теневой рынок валютных деривативов [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.vestifinance.ru/articles/50626>.
15. Офіційний сайт фондової біржі «Перспектива» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://fbp.com.ua>.