

РАСШИРЕНИЕ РЫНКА ДЕРИВАТИВОВ

М. А. ЮРЬЕВИЧ,

Специалист Банка России,
аспирант Финансовой академии
при Правительстве РФ

Исходя из материалов Лондонского саммита G20, в статье приводятся оценки экспертов и риски, связанные с распространением инновационных финансовых инструментов и развитием глобального финансового кризиса.

В материалах Лондонского саммита G20 участниками выделяются две предпосылки глобального финансового кризиса: увеличение амплитуды колебаний (т. е. процикличность¹) и распространение инновационных финансовых инструментов, прежде всего, деривативов.

ПРОЦИКЛИЧНОСТЬ

Факторы процикличности сыграли существенную роль в формировании и углублении глобального финансового кризиса (см. рис. 1)¹. Взаимно усиливающееся действие указанных факторов привело к росту процикличности и нарастанию финансовой нестабильности. Роль этих факторов в развертывании текущего кризиса и определении его исключительной глубины уже осознана мировым сообществом.



Рис. 1. Процикличность экономики

НОВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

Вторая предпосылка (см. рис. 2)² связана с распространением инновационных финансовых инструментов.

Растущие масштабы рынка производных финансовых инструментов ведут к возрастанию его роли в экономике, обуславливая возможность его негативного влияния на макроэкономические показатели, в силу того, что быстрое развитие этого рынка закономерно ведет к увеличению соответствующих рисков. Неоднозначно оценивается, в первую очередь, зарубежный рынок производных инструментов. По мнению ряда экономистов, его стремительное расширение влечет за собой значительные риски не только для финансовой системы, но и для мировой экономики в целом.

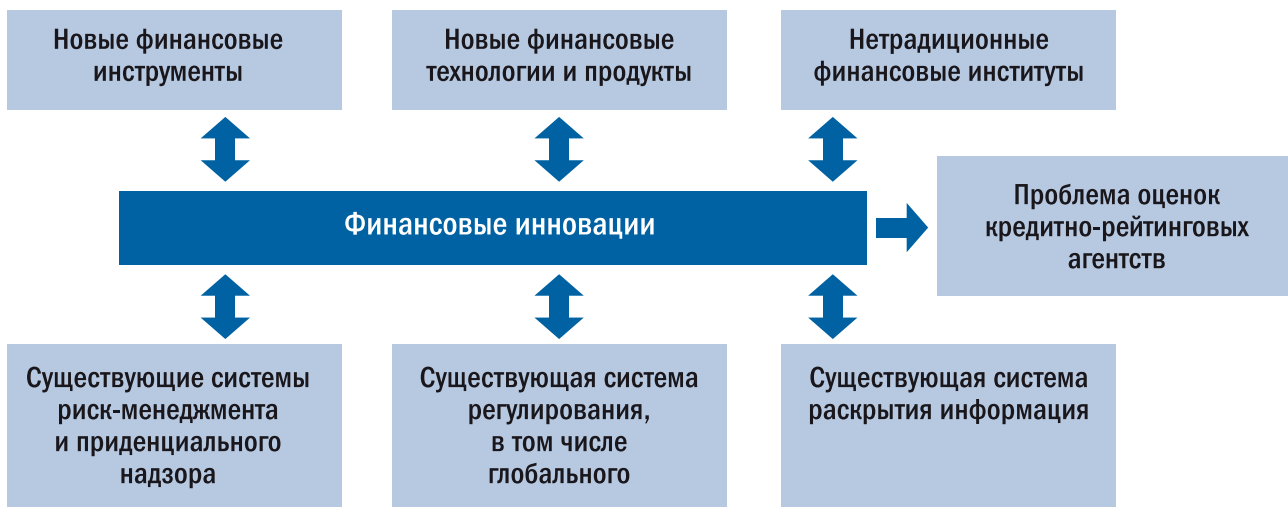


Рис. 2. Финансовые инновации

ОСОБЕННОСТИ ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

С точки зрения теории рефлексивности Дж. Сороса, угрозы для экономики таятся в финансовых рынках, поскольку они «по природе своей нестабильны»². При этом проблема стабильности становится все более острой, чему, как считает Дж. Сорос, способствует рост влияния как институциональных инвесторов, так и крупных банков, оперирующих в финансовых центрах и выступающих в качестве ключевых маркет-мейкеров валютных рынков и рынков производных финансовых инструментов³. Права финансовых институтов в мировой экономике, по его мнению, неоправданно расширены, и поэтому их следует ограничивать.

Он отмечает, что в эпоху новых компьютерных технологий финансовые рынки привлекают к себе лучшие умы, что ведет к взрывному росту числа новых финансовых инструментов и типов сделок. Однако опасность состоит в том, что «новые финансовые инструменты и новые методы осуществления финансовых операций еще недостаточно осознаны как субъектами, ответственными за регулирование рынков, так и самими участниками рынков, а потому представляют угрозу стабильности»⁴.

Дж. Сорос считает необходимым лицензировать операции с производными финансовыми инструментами. Другой возможной мерой может служить введение ограничений на величину маржи по операциям с производными инструментами, что должно привести к снижению объема капитала, который участники рынка будут готовы использовать в этих операциях, в результате чего уменьшит-

ся «глубина рынка» при снижении его потенциальной нестабильности. Особую сложность он видит в регулировании хедж-фондов: их деятельность должна регулироваться подобно деятельности любых других участников рынка.

Производные финансовые инструменты могут снизить риски отдельно взятого участника рынка, однако это происходит постольку, поскольку риск перекладывается на другого участника рынка, выступающего противоположной стороной по контракту. По мере расширения масштабов операций с производными инструментами, при заключении сделок по перераспределению рисков усиливаются взаимные риски участников рынка. Использование связанных инструментов может порождать моральный риск и приводить к нарушению равновесия финансовой системы при отказе одного из участников рынка (особенно крупного) от выполнения своих обязательств.

Таким образом, бесконтрольное использование производных финансовых инструментов, позволяя снижать частные риски конкретных участников рынка, увеличивает вероятность возникновения системных рисков в экономике. На рисунке 3 показана динамика объемов выпущенных производных финансовых инструментов с 1990 года по 2008 год.

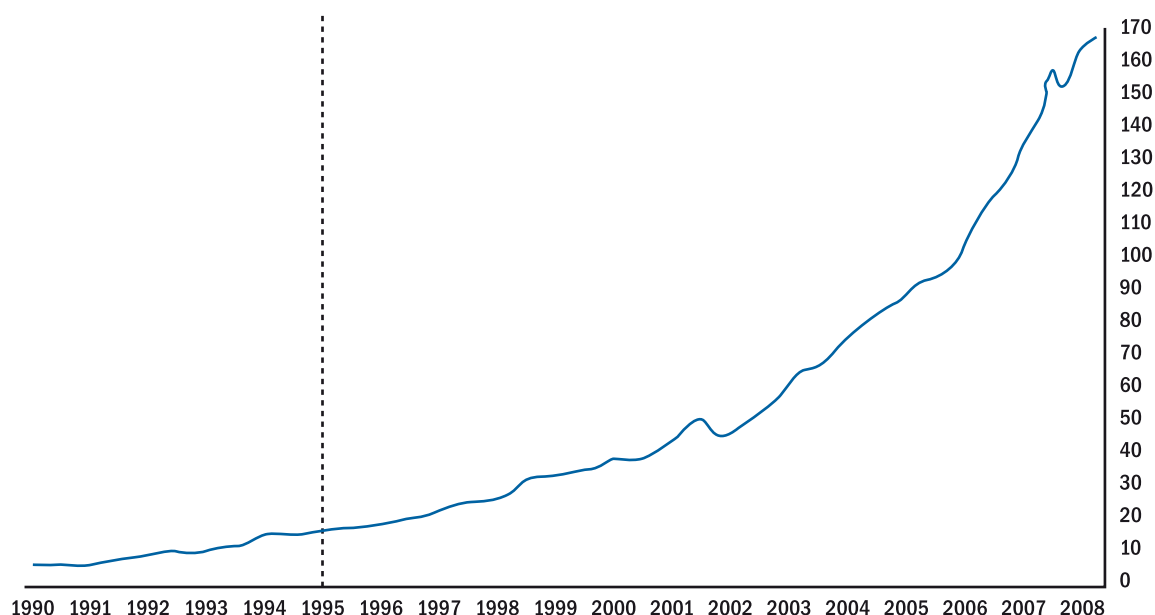


Рис. 3 Динамика изменения объема рынка деривативов (в трлн. долл.)

ДИСБАЛАНС МИРОВОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ

Феномен деривативов важен не только для осмысления реалий мирового кризиса, но и для новейшей глобальной истории. Деривативы позволяют увидеть дисбаланс мировой валютно-финансовой системы. Без осмысления феномена деривативов новейшая глобальная история превратится в набор практически не связанных между собой событий.

Перуанский экономист Эрнандо Де Сото полагает⁵, что монетарная политика, проводимая сейчас рядом государств для борьбы с мировым кризисом, вряд ли может принести ожидаемые плоды. Проблемы мировой экономики связаны именно с деривативами, поэтому они вряд ли могут быть решены монетарными средствами.

По мнению Д. Голубовского⁶, свою роль здесь сыграли «транснациональные банки, занимавшиеся последние двадцать лет бесконтрольной эмиссией деривативов на различных рынках – долгом, валютном, товарном. Чтобы выпустить обращающуюся акцию на биржу нужно опубликовать проспект эмиссии, раскрыть владельцев и финансовые показатели, пройти аудит, роадшоу и т. д. Чтобы выпустить межбанковский дериватив, не нужно ничего из вышеперечисленного». Инвестиционные банки «Большой пятерки» Уолл-Стрита были одновременно эмитентами, маркет-мейкерами, регуляторами, то есть налицо был конфликт интересов, когда принципы риск-менеджмента сталкивались с принципами наибольшей доходности. Объем всего мирового ВВП – около \$ 50 триллионов, а объемом только зарегистрированных на межбанковском рынке деривативов – \$ 500 триллионов. В основе большинства деривативов лежат сложные математические модели, которые в режиме реального времени производят постоянную переоценку текущих цен, используя формулы, информацию с разных рынков, и т. д. Этими бумагами сегодня перекачана глобальная экономика, и, самое неприятное, их невозможно отличить от реальных денег в публичных отчетах банков о состоянии их баланса.

Широкое внедрение деривативов радикально преобразило весь капиталистический мир. Суть этого преобразования заключалась в том, что к наличным деньгам и кредитным обязательствам, составлявшим ранее двухуровневую модель капиталистической экономики, добавился третий уровень, который по отношению ко второму уровню – кредитному – стал играть ту же роль, которую сами кредиты играли по отношению к наличным и безналичным долларам. Это привело к парадоксальному преобразению всей банковской системы, которое заключалось в том, что долги, фактически, получили статус наличности межбанковских расчетов, причем самой надежной межбанковской валютой, разумеется, стали долги правительства США, обеспеченные безграничным эмиссионным ресурсом.

Рынок производных инструментов впервые сократился во второй половине 2008 года на фоне падения объемов торговли в результате финансового кризиса, сообщает Bloomberg. К такому выводу пришли специалисты Банка международных расчетов, BIS. Так, объем нереализованных контрактов, связанных с облигациями, валютой, товарами, акциями и процентными платежами упал в 2008 году на 13,4% до \$592 трлн., а объем кредитных дефолтных свопов, CDS, упал на 27% до \$41,9 трлн. Это было первое снижение за последние 10 лет, в течение которых проводился мониторинг этого показателя. Инвесторы избегали производных инструментов, так как спрос на рискованные активы резко снизился после краха Lehman Brothers в сентябре прошлого года. Рынок кредитных деривативов также уменьшился в объеме, так как трейдеры предпочитают не увлекаться рискованными инструментами, чтобы успокоить регуляторов и избежать ошибок⁷.

Многие финансовые операции, связанные с деривативами, со сложными финансовыми инструментами, на значительный период времени просто прекратят свое существование. Финансовая сфера должна уменьшиться до уровня, отвечающего существующим экономическим потребностям. Не только в России, но и во многих других странах, в первую очередь в Великобритании и США, в последние годы финансы заняли слишком большую роль в экономике. На сегодняшний день в США в сфере финансовых операций, операций с недвижимостью, оптовой и розничной торговле создавалось 52% ВВП. Этот уровень запределен. В собственно финансовой сфере в США создается 9% ВВП, в Великобритании – 11% (по состоянию на конец 2008 года)⁸.

Член совета директоров инвестиционной компании Berkshire Hathaway Говард Баффет заявил в интервью РИА Новости в конце 2008 года: «Кризис, охвативший Уолл-стрит, приведет, возможно, к самым драматическим в его истории изменениям ландшафта, организации и механизмов действия». По мнению Баффета, в США произойдет масштабная перегруппировка сил с ослаблением

роли банков, специализирующихся на рынке деривативов.

Принадлежащая Уоррену Баффету инвестиционно-страховая компания Berkshire Hathaway Inc. объявила, что ее прибыль за I квартал 2008 года упала на 64% из-за убытков по торговле деривативами и резкого снижения страховых премий (Reuters). Чистая прибыль компании сократилась до \$940 млн., по сравнению с \$2.6 млрд. за аналогичный период прошлого года. Операционная прибыль сократилась на 13% до \$1.93 млрд., по сравнению с \$2.21 млрд. за аналогичный период прошлого года.

Согласно данным квартального отчёта американской Федеральной службы по контролю за денежным обращением (Federal Office of Comptroller of the Currency) по банковской торговле и активности финансовых производных, пятёрка крупнейших американских банков держит 96% всех выпущенных в США деривативов (расчет по суммарной номинальной стоимости бумаг) и 81% нетто кредитов, подверженных риску в случае дефолта.

JPMorgan Chase	88
Bank of America	38
Citibank	32
Goldman Sachs	30
Wells Fargo-Wachovia Bank	5
HSBC Bank USA	3,7

Рис. 4. Номинальные собственники деривативов и объемы (трлн. долларов) по состоянию на середину 2008 года⁴.

Таким образом, расширение рынка производных финансовых инструментов и отсутствие должного регулирования стало сильным фактором нагнетания макроэкономической нестабильности и увеличения вероятности новых кризисов в ближайшем будущем (5–15 лет). В настоящее время вопрос снижения рисков, связанных с развитием рынка деривативов, является наиболее существенным для поддержания стабильности глобальной финансовой системы.

¹ Ю. Данилов, В. Седнев, Е. Шипова. Финансовая архитектура посткризисного мира: Эффективность и/или справедливость?//Вопросы экономики. 2009. № 11, С. 5.

² Сорос Дж. Открытое общество. Реформируя глобальный капитализм. М., 2001. С. 212.

³ Сорос Дж. Новая глобальная финансовая архитектура // Вопросы экономики. 2000. № 12. С. 79.

⁴ Гринспен А. Эпоха потрясений: Проблемы и перспективы мировой финансовой системы.//Пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс, 2008.

⁵ Э. Де Сото. Загадка капитала. Почему капитализм торжествует на Западе и терпит поражение во всем остальном мире. М., 2004.

⁶ Д. Голубовский. Конец эры доллара и глобальное безвластие. М., 2008.

⁷ Ускоренный рост оборотов на мировом рынке биржевых деривативов//Управление корпоративными финансами, №5, 2007.

⁸ Ю. Данилов, В. Седнев, Е. Шипова. Цит. соч.