

Електронне наукове фахове видання "Ефективна економіка" включено до переліку наукових фахових видань України з питань економіки (Категорія «Б», Наказ Міністерства освіти і науки України від 11.07.2019 № 975) [www. economy.nayka.com.ua](http://www.economy.nayka.com.ua) | № 1, 2021 | 28.01.2021 p.

DOI: [10.32702/2307-2105-2021.1.21](https://doi.org/10.32702/2307-2105-2021.1.21)

УДК 336.02

S. V. Bardash,

*д. е. н., професор кафедри туристичного та готельно-ресторанного бізнесу і консалтингу,
Національний університет біоресурсів і природокористування України
ORCID ID: 0000-0001-5711-5229*

O. A. Lagovska,

*д. е. н., професор кафедри інформаційних систем в управлінні та обліку,
Державний університет «Житомирська політехніка»
ORCID ID: 0000-0001-9517-0499*

O. S. Novak,

*к. е. н., доцент кафедри фінансів і кредиту,
Державний університет «Житомирська політехніка»
ORCID ID: 0000-0002-5671-0306*

РОЛЬ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ У ЗАБЕЗПЕЧЕННІ ФІНАНСОВОЇ БЕЗПЕКИ ДЕРЖАВИ

S. Bardash,

*Doctor of Economic Sciences, Professor, Professor of the Department of Tourism,
Hotel and Restaurant Business and Consulting,
National University of Life and Environmental sciences of Ukraine,*

O. Lagovska,

*Doctor of Economic Sciences, Professor,
Professor of the Department of Department of Information Systems in Management and Accounting,
State University "Zhytomyr Politechnika"*

O. Novak,

*PhD in Economics, Associate Professor,
Associate Professor of the Department of Finance and Credit,
State University "Zhytomyr Politechnika"*

THE ROLE OF DERIVATIVE FINANCIAL INSTRUMENTS IN ENSURING THE FINANCIAL SECURITY OF THE STATE

Актуальність теми дослідження обумовлена швидкими темпами розвитку світового ринку похідних фінансових інструментів та появою на ньому нових інструментів, які часто перебувають за межі регулюючого впливу наглядових органів та можуть чинити негативний вплив як на фінансову безпеку окремих держав так і світову фінансову систему. Наслідки світової фінансової кризи 2007-2008 р.р. продемонстрували нездатність стабілізації ринку похідних фінансових інструментів методами ринкового саморегулювання. А найбільші фінансові інститути США із потужними підрозділами ризик-менеджменту недооцінили ризики похідних фінансових інструментів, в яких тримали відкриті позиції, що призвело до ряду банкрутств та необхідності державних фінансових вливань в комерційні структури. Сьогодні ринок похідних фінансових інструментів продовжує зростати, що

потребує розробки належних механізмів захисту фінансової безпеки держави від потенційних загроз операцій з похідними фінансовими інструментами. Метою дослідження є ідентифікація загроз фінансовій безпеці держави від операцій з похідними фінансовими інструментами. Методологічною базою дослідження є загальнонаукові методи пізнання явищ та процесів: абстрактно-логічний, синтез, порівняння, узагальнення. В статті досліджено складові фінансової безпеки держави, що визначені Методичними рекомендаціями щодо розрахунку рівня економічної безпеки України, на предмет загроз від операцій з похідними фінансовими інструментами. Встановлено, що у сфері банківської безпеки найбільше можливостей використання похідних фінансових інструментів та найбільше потенційних загроз. Зокрема, похідні фінансові інструменти можуть укладатися між НБУ та комерційними банками, між комерційними банками, а також між комерційними банками та їх клієнтами. Основні інструменти, що можуть функціонувати у цьому секторі – це свопи НБУ, усі види строкових контрактів, інструменти сек'юритизації кредитів, кредитно-дефолтні свопи; визначено загрози зазначених інструментів. У сфері бюджетно-боргової безпеки визначено загрози та переваги інструментів сек'юритизації державного боргу та ВВП-варантів; у сфері валютної безпеки проаналізовано вплив строкового біржового ринку з похідними на валютні цінності; у сфері грошово-кредитної безпеки проаналізовано загрози процентних свопів. Практичне значення дослідження полягає у можливості використання виявлених загроз з метою обґрунтування та розробки індикаторів фінансової безпеки держави, що включатимуть вплив від операцій з похідними фінансовими інструментами.

The urgency of the research topic is due to the rapid development of the global market of derivative financial instruments and the emergence of new instruments that are often beyond the regulatory influence of supervisors and can have a negative impact on financial security of individual countries and the global financial system. Consequences of the global financial crisis of 2007-2008 demonstrated the inability to stabilize the market of derivative financial instruments by market self-regulation. In addition, the largest US financial institutions with strong risk management units underestimated the risks of derivative financial instruments in which they held open positions, which led to a number of bankruptcies and the need for public financial injections into commercial structures. Today, the market for derivative financial instruments continues to grow, which requires the development of appropriate mechanisms to protect the financial security of the state from potential threats to transactions with derivative financial instruments. The purpose of the study is to identify threats to the financial security of the state from transactions with derivative financial instruments. The methodological basis of the study is general scientific methods of cognition of phenomena and processes: abstract-logical, synthesis, comparison, generalization. The article examines the components of financial security of the state, defined by the Guidelines for calculating the level of economic security of Ukraine, in terms of threats from transactions with derivative financial instruments. It is established that in the field of banking security there are the most opportunities to use derivative financial instruments and the most potential threats. In particular, derivative financial instruments may be concluded between the NBU and commercial banks, between commercial banks, as well as between commercial banks and their clients. The main instruments that can operate in this sector are NBU swaps, all types of futures contracts, loan securitization instruments, credit default swaps; the main threats to these tools are identified. In the area of budget and debt security, the threats and advantages of public debt securitization instruments and GDP warrants have been identified; in the field of currency security the influence of the futures exchange market with derivatives on currency values is analysed; in the area of monetary security, the threats of interest rate swaps were analysed. The practical significance of the study lies in the possibility of using the identified threats to justify and develop indicators of financial security of the state, which will include the impact of transactions with derivative financial instruments.

Ключові слова: похідні фінансові інструменти; інструменти сек'юритизації активів; процентні свопи; ВВП-варанти; валютні свопи.

Key words: derivative financial instruments; asset securitization instruments; interest rate swaps; GDP warrants; currency swaps.

Постановка проблеми у загальному вигляді та її зв'язок із важливими науковими чи практичними завданнями. Світова економічна система упродовж 2020 року зазнала суттєвих трансформацій, пов'язаних як з поширенням пандемії, так і розвитком технологій та інновацій. Стрімке поширення захворювання на COVID-19 виявило недоліки медичного забезпечення навіть у розвинених країнах. З метою запобігання швидкому поширенню епідемії по декілька разів запроваджувався жорсткий карантин із заборонаю переміщення, закриттям кордонів та зупиненням всіх транспортних логістичних потоків. В таких умовах, навіть короткострокове призупинення ділової активності призвело до суттєвого падіння ВВП у всіх країнах світу, що несе загрозу економічній безпеці держав. Подальші трансформації національних економік з високою ймовірністю будуть пов'язані із скороченням витрат, зайнятості, заощаджень та споживання, що в умовах постійного та стрімкого нарощення державних боргів є передумовами економічної кризи та загрозами фінансовій безпеці. Крім того, значне зростання капіталізації фінансових ринків та поява нових фінансових інструментів (наприклад, ф'ючерси на біткоїн та опціони на ф'ючерс на біткоїн) створюють додаткові загрози фінансовій безпеці, адже такі інструменти не забезпечені реальними активами, а їх вартість залежить тільки від попиту та пропозиції. Зважаючи на неперервний розвиток фінансової системи, доцільне подальше дослідження всіх потенційних загроз фінансовій безпеці держави, у тому числі з врахуванням впливу розвитку ринку похідних фінансових інструментів.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питанням сутності та обігу похідних фінансових інструментів (ПФІ) присвячені праці як зарубіжних, так вітчизняних науковців. Різні аспекти похідних фінансових інструментів розглядали у своїх роботах Ф.Д. Фабоцці [23], Жан Жоб де Вріз Роббе та Поль Алі [21], Сатьяжит Дас [7], А.Б. Фельдман [24], Дж. Сінкі молодший [22], Джон Халл [25], Х.П. Бер [5], Л. Примостка [19], С.З. Мошенський [12], О.В. Дзюблюк, Л.В. Кузнецова та інші. Однак питання впливу ПФІ на фінансову стабільність та фінансову безпеку досі залишаються не розкритими. Особливої актуальності питання регулювання ринку деривативів набули після світової фінансової кризи 2007-2008 років, зважаючи на те, що певні види деривативів стали катализаторами кризи.

Формулювання цілей статті. Метою дослідження є ідентифікація загроз фінансовій безпеці держави від операцій з похідними фінансовими інструментами.

Вклад основного матеріалу дослідження з повним обґрунтуванням отриманих наукових результатів. Відповідно до Глосарію банківської термінології НБУ, похідні фінансові інструменти – це фінансові контракти або фінансові інструменти, що походять із (базуються на) інших фінансових інструментів(ах), які називають базовими інструментами. Основою такого фінансового інструменту (контракту) можуть бути активи (наприклад, товари, акції, житлові застави, нерухоме майно, облігації, позики), індекси (на відсоткові ставки, валютні курси, фондові індекси, індекси споживчих цін) або інші умови. Кредитні деривативи походять від позик, облігацій чи інших форм кредитування [6].

Достатньо часто передумовами створення нових ПФІ (особливо кредитних) були законодавчі обмеження певних видів фінансових операцій та бажання фінансових інститутів їх обійти. Зокрема, інструменти класичної сек'юритизації дають змогу комерційним банкам списувати пули кредитів з балансу, водночас, отримуючи економічну вигоду від них у вигляді регулярних платежів. Така операція дозволяє нарощувати кредитний портфель та за рахунок його сек'юритизації одночасно дотримуватись вимог щодо достатності капіталу. За умови формування неякісного кредитного портфелю такі операції призводять до ланцюгових дефолтів у фінансовій системі.

Ще до світової фінансової кризи 2008 р. у праці “Сек'юритизація та право” її автори розглядали особливості використання сек'юритизації активів з метою уникнення вимог Базельського комітету щодо достатності капіталу. Дослідники зазначають, що нарощення власного капіталу чи формування резервів за кредитними операціями призводить до зниження прибутковості комерційного банку. До прийняття Базельських угод, посилення регулюючих заходів державами на вітчизняних ринках призводило до відтоку капіталів в країни, де були більш м'які вимоги до достатності капіталу [21]. В сучасних умовах, коли більшість країн підтримали Базельські угоди щодо достатності капіталу, хаотичний відтік капіталів зупинився, однак фінансові інститути почали розробляти нові фінансові інструменти, які б дали можливість обійти обмеження щодо капіталу та підвищити прибутковість. Такими інструментами стали інструменти класичної та синтетичної сек'юритизації, а також кредитні деривативи, за допомогою яких списують довгострокові активи з високими ризиками, або передають ризики за цими активами іншим суб'єктам ринку, що дозволяє знизити резерви й підвищити прибутковість через вкладення вивільнених коштів у нові кредити.

Водночас, Жан Жоб де Вріз Роббе та Поль Алі у своїй праці наголошують, що “деривативи, будучи інструментами страхування ризиків, одночасно виступають джерелом виникнення нових ризиків при проведенні операцій на світових фінансових ринках. Головна небезпека деривативів полягає в тому, що

операції з ними, дозволяючи використання відносно невеликих обсягів ліквідних коштів, приносять як великі доходи, так і збитки (кредитне плече)” [21]. Для прикладу автори наводять банкрутство в 1995 році інвестиційного банку Barings, історія якого налічувала 233 роки діяльності. Причина банкрутства полягала в тому, що трейдер сингапурського відділення банку за дуже короткий час втратив 1,3 млрд. дол. на ф'ючерських та опціонних контрактах на індекс “Ніккей 225” [21].

Такої ж думки дотримується Сатъяжит Дас, який у своїй праці зазначає: «Якщо Ви хочете управляти ризиком, то деривативи його не усунуть, а лише трансформують. Інструменти управління ризиком спричиняють виникнення власних ризиків» [7, ст. 197].

Однак існують і протилежні погляди. Зокрема, питання регулювання обігу деривативів та інших ПФІ розглядав у своїй праці Дж. Сінкі молодший, однак згадуючи банкрутство банку Barings, автор стверджує, що покупці та продавці деривативів мають використовувати механізми адекватного внутрішнього контролю. Дослідник наголошує, що оскільки “більшість угод з деривативами – це “гра з нульовою сумою”, то кризи 1994 та 1995 р.р., не потребували втручання уряду чи регуляторів. Внутрішній контроль та зовнішній моніторинг ринку в таких випадках краще ніж втручання регуляторів” – підсумовує автор [22].

Однак ліберальні підходи у регулюванні спекулятивних операцій з ПФІ не виправдали себе під час фінансової кризи 2008 р. Питанням ролі ПФІ у розгортанні кризи 2007-2009 років присвятив свою монографію С.З. Мошенський. Автор описує безпрецедентний випадок виділення фінансової допомоги ФРС інвестиційному банку Bear Stearns, що був одним із великих учасників ринку кредитно-дефолтних свопів, виданих на “токсичні” активи, що обтяжували баланси інших банків, а також банкрутство інвестиційного банку Merrill Lynch внаслідок надмірної емісії CDO, що падали в ціні [12, с 417]. Крім того, безпрецедентним став випадок націоналізації страхової компанії зі страхування життя AIG, менеджмент якої до обвалу ринку нерухомості відкрив довгу позицію в кредитно-дефолтних свопах на 50 млрд. дол. США; загальна сума кредитів, наданих урядом США для AIG сягнула 223 млрд. дол. США [12, с 417].

Фінансова криза 2007-2009 років спричинила низку дефолтів не тільки в США, але й в країнах Європи та Азії, оскільки фінансові інститути останніх у пошуках високих доходів активно інвестували в високорейтингові, однак недооцінені за рівнем ризику ПФІ: CDO та CDS.

Дискусії щодо ліберального підходу в регулюванні фінансових ринків тривають і досі. Зокрема, Пітер Норман аналізує банкрутства найбільших фінансових інститутів у 2008 р. та визнає високі ризики позабіржових кредитних деривативів, що їх обумовили. Однак, на думку дослідника достатніми заходами для попередження подальших криз слід вважати переведення позабіржової торгівлі кредитними деривативами у кліринг за участі центральних контрагентів (які виступають покупцями для продавців та продавцями для покупців за конкретною угодою та можуть гарантувати закриття позиції сформованими трейдерами резервами) та стандартизацію самих форм кредитних деривативів [18]. Проте, як показала практика, часткове закриття відкритих ризикованих позицій по ПФІ центральними контрагентами не попередило масштабних дефолтів, та й не змогло б, оскільки розмір резервів за відкритою позицією часто залишається на мінімальному рівні, – 10 % від розміру потенційної угоди.

Досить часто, в умовах пошуку вищої доходності, служба ризик-менеджменту суб'єктів бізнесу не завжди адекватно може оцінити масштаби збитків, спираючись на інформацію відкритих достовірних джерел. Зокрема, випущені в США напередодні кризи 2008 р. іпотечні облігації мали високі міжнародні кредитні рейтинги, однак після падіння цін на ринку нерухомості стали дефолтними. Це твердження обґрунтовує й Ф. Фабозці, який зазначає, що розвиток ринку ПФІ та окремих його секторів супроводжується відповідним розвитком та накопичення дисбалансів ризиків різних груп учасників ринку ПФІ. Наслідком надмірної складності ціноутворення ПФІ та інформаційної асиметрії ринку стає відсутність розуміння кінцевими користувачами реальних масштабів ризиків, на які вони наражаються внаслідок таких операцій. Таким чином, автор акцентує увагу на тому, що ПФІ характерна функція трансформації індивідуальних ризиків у системні [3, с 19–21].

З початку 2000-х років капіталізація ринку ПФІ постійно зростає. В 2000 р. загальний обсяг випущених кредитних деривативів складав близько 800 млрд. дол. США. До 2003 р. ця сума зросла до 3 трлн. дол. США [25, с 693]. Станом на жовтень 2017 р. обсяги капіталізації світового ринку деривативів (без врахування традиційних цінних паперів та структурованих цінних паперів) склали близько 544 трлн. дол. США, що більш як в 4 рази перевищувало обсяг активів, на які вони випущені [2]. На початку 2020 р. обсяги випущених біржових деривативів (за номінальною вартістю) склали 558,5 трильйонів дол. США, а з врахуванням позабіржових деривативів досягли значення в 1 квадрильйон дол. США [1].

Крім того, триває процес розробки і впровадження нових видів деривативів, що характеризуються підвищеним ризиком внаслідок високої волатильності ринку базового активу. Зокрема, в грудні 2017 р. на Чиказькій біржі опціонів відкрились перші торги за ф'ючерсами на біткойн, а у січні 2020 р. Чиказька товарна біржа запустила ще один інструмент, похідний від ф'ючерса на біткоїн – опціон на ф'ючерс на біткоїн. Жоден з перелічених деривативів не передбачає реальної поставки активу (біткоїна), а для того, щоб відкрити позицію не обов'язково володіти криптовалютою. Тобто такі інструменти є спекулятивними, що створює нові загрози як фінансовій безпеці потенційних інвесторів, так і фінансовій безпеці держав, які ліберально налаштовані до регулювання фінансового ринку. Для того, щоб оцінити вплив ПФІ на фінансову безпеку держави, необхідно ідентифікувати загрози, які містять операції з останніми у всіх складових фінансової безпеки.

В Україні основні питання визначення достатнього рівня фінансової безпеки регулюються Наказом Міністерства економічного розвитку і торгівлі України «Про затвердження Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної безпеки України» № 1277 від 29.10.2013 р. В зазначених методичних рекомендаціях фінансова безпека є складовою економічної безпеки та визначається як: «...стан фінансової системи країни, за якого створюються необхідні фінансові умови для стабільного соціально-економічного розвитку країни, забезпечується її стійкість до фінансових шоків та дисбалансів, створюються умови для збереження цілісності та єдності фінансової системи країни» [13].

В межах фінансової безпеки виділяють такі складові: банківська безпека; безпека небанківського фінансового сектору; боргова безпека; бюджетна безпека; валютна безпека; грошово-кредитна безпека.

Кожна сфера, що складає фінансову безпеку, відповідно до Наказу № 1277 характеризується переліком індикаторів, порядок розрахунку яких наведено у додатку 1 до розділу IV Методичних рекомендацій.

Кожен з включених до переліку фінансової безпеки індикатор має беззаперечний вплив на фінансову стабільність держави, а суттєві їх відхилення від оптимальних значень свідчать про загрози та дисбаланси в фінансовій системі й потребують адекватних заходів впливу регуляторів. Водночас, проаналізувавши перелік індикаторів фінансової безпеки, встановлено, що жоден показник не враховує впливу ПФІ на фінансову безпеку.

Зважаючи на суттєве зростання ринку ПФІ, а також складність в оцінці рівня їх ризику, вважаємо за необхідне визначити їх вплив на показники фінансової безпеки, а отже й стабільності фінансової системи.

Проблемні питання впливу ПФІ на фінансову безпеку та необхідності їх регулювання лежать як в теоретичній, так і в методологічній та практичній площинах.

Зокрема, щодо теоретичного аспекту окреслених питань, варто зазначити, що досі тривають дискусії щодо сутності та класифікації ПФІ. Питання сутності та розмежування похідних фінансових інструментів, деривативів та похідних цінних паперів, визначення місця структурованих фінансових інструментів досліджувались у праці «Поняття та класифікація похідних фінансових інструментів як методологічна передумова щодо їх регулювання на ринку фінансових послуг» [4]. Однак запропоновані підходи до сутності та класифікації ПФІ можуть отримати подальший розвиток, оскільки ринок ПФІ продовжує розвиватись та наповнюватись новими інструментами з новими характеристиками.

Крім того, достовірно оцінити вплив ПФІ як на фінансову безпеку окремого суб'єкта господарювання, так і на фінансову безпеку держави достатньо складно внаслідок складних конструкцій деяких інструментів та порядку відображення їх у фінансовій звітності (адже переважна більшість таких інструментів відображається поза балансом).

Особливу складність в оцінці рівня ризику мають екзотичні деривативи, інструменти передачі ризику за активом та структуровані цінні папери, за якими власник первинних активів та емітент можуть бути різними особами.

В Україні ринок ПФІ фактично перебуває в зародковому стані та представлений ф'ючерсними контрактами, опціонами та опціонними сертифікатами. За підсумком 2019 р. обсяг торгів деривативами становив 0,22 млрд грн, з яких 0,21 млрд грн (96,84%) – це обсяг торгів на біржовому ринку. У загальній структурі обсягів торгів на ринку цінних паперів частка обсягу торгів деривативами склала лише 0,03% [20]. Такі обсяги торгів не несуть суттєвих загроз фінансовій безпеці, однак у разі суттєвого зростання капіталізації ринку ПФІ чи вихід резидентів на міжнародні ринки деривативів матимуть більший вплив на фінансову безпеку України.

Найбільші загрози фінансовій безпеці України зосереджені у сфері банківської безпеки. Банківський сектор займає ліву частку на фінансовому ринку України. Комерційні банки є основними фінансовими посередниками, які залучають кошти населення та бізнесу на строкові депозити, тому від їх стабільної діяльності залежить стабільність розрахунків та збереження заощаджень. Комерційні банки, у порівнянні з іншими суб'єктами господарювання, мають більше можливостей використання ПФІ.

Зокрема, з лютого 2019 р. Національний банк України може проводити валютні інтервенції з комерційними банками на умовах своп (з зобов'язанням зворотного продажу валют) у форматі: «гривня/іноземна валюта» та «іноземна валюта/іноземна валюта». Валютні інтервенції на умовах своп можуть здійснюватися як з долларом США, так і з іншими валютами, в яких формуються міжнародні резерви. Максимальний строк валютних інтервенцій на умовах своп не може перевищувати 30 календарних днів [15]. Валютні інтервенції на умовах своп можуть чинити як позитивний, так і негативний вплив на фінансову безпеку. Зокрема, здійснення валютних інтервенцій на умовах своп за відсутності значних коливань на міжбанківському валютному ринку дозволяє одночасно задовільнити короткостроковий попит комерційних банків на іноземну валюту, та, водночас, зберегти золотовалютні резерви на незмінному рівні. Негативний вплив таких операцій має місце в умовах тривалого дефіциту іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку чи суттєвих коливань валютного курсу. В такому випадку, на відміну від традиційних видів валютних інтервенцій, потреби банків в іноземній валюті не задовольняються, а лише переносяться у часі, що може призвести до посилення диспропорцій на валютному ринку.

Крім того, комерційні банки можуть укладати строкові контракти між собою та з клієнтами. Комерційні банки першими в Україні почали використовувати структуровані фінансові інструменти. В Україні вперше забезпечені цінні папери були випущені у 2007 р. ЗАТ "ПриватБанк", який сформував пул іпотечних кредитів та уклав угоду з емітентом облігацій про продаж права вимоги за ними на суму близько \$185 млн.

(тобто банк є оригіном). Емітентом облігацій, забезпечених житловою іпотекою, є SPV, створена відповідно до законодавства Об'єднаного Королівства Велика Британія та Уельс під назвою "Ukrainian mortgage loan finance No.1 Plc" [8].

У березні 2007р. розміщено іпотечні облігації АБ "Укргазбанк". Це – перший ("пілотний") проект вітчизняній практиці іпотечного кредитування щодо створення ефективної системи рефінансування іпотечних позик та залучення довгострокових джерел фінансових ресурсів на цілі іпотечного кредитування за допомогою балансової сек'юритизації [10].

Зазначені випадки випуску структурованих цінних паперів за якісними активами чинять позитивний вплив на фінансову безпеку, оскільки дали можливість вивільнити частину довгострокових ресурсів, що були вкладені в іпотечні кредити, а також передати ризики за цими кредитами інвесторам в іпотечні облігації.

Інструменти сек'юритизації активів позитивно впливають на фінансовий стан банку-оригіном, оскільки поліпшують структуру балансу останнього. Однак, як показала практика в США напередодні фінансової кризи 2008 р., комерційні банки Америки, орієнтуючись на можливість подальшої сек'юритизації, формували портфелі завідомо дефолтних іпотечних кредитів, адже в подальшому списували їх на баланси спеціально створених фінансових посередників (SPV). В подальшому зупинка виплат за іпотечними кредитами та падіння цін на ринку нерухомості запустило ланцюгову реакцію дефолтів власників забезпечених іпотекою боргових інструментів. Через відсутність належного нормативно-правового забезпечення та значні транзакційні витрати такі операції в Україні практично не здійснюються, тому загрози фінансовій безпеці не створюють.

Ще одним ризиковим інструментом сек'юритизації активів є кредитно-дефолтний своп (CDS) – кредитний дериватив (своп), угода, згідно з якою покупець на основі разових або регулярних внесків сплачує премію за кредитний ризик емітенту, який бере на себе зобов'язання погасити виданий покупцем кредит третій стороні в разі неможливості погашення кредиту боржником (дефолт третьої сторони). Покупець CDS отримує цінний папір, який гарантує обов'язкове повернення суми виданого кредиту або купленого боргового зобов'язання. У разі дефолту, покупець передає емітенту боргові папери (кредитний договір, облігації, векселі), а в обмін отримує від емітента компенсацію на суму боргу плюс несплачені проценти, а також ті, що повинні бути нараховані до дати погашення [14]. У США в 2008 р. інвестиційний банк Bear Stearns та страхова компанія зі страхування життя AIG були на межі банкрутства внаслідок відкритих позицій в кредитно-дефолтних свопах. В Україні подібні інструменти не випускались, однак у разі їх поширення вони можуть становити значну загрозу як для емітентів, так і потенційних інвесторів.

У сфері безпеки небанківського фінансового сектору загрози та можливості від операцій з ПФІ подібні до аналогічних у банківському секторі за винятком укладання свопів з Національним банком України.

У сфері бюджетно-боргової безпеки теж мають місце операції з ПФІ. Зокрема, у міжнародній практиці використовуються операції з сек'юритизації державного боргу та ВВП-варанти. Сек'юритизація передбачає емісію нових зобов'язань в облігаційній формі країною-боржником з метою подальшого продажу або обміну на старий борг. Після розміщення боргових облігацій, отримані кошти спрямовуються на викуп попередніх зобов'язань. Якщо емітовані цінні папери торгуються з меншим дисконтом, то це призводить не тільки до перенесення термінів погашення, а й до скорочення загального обсягу державного боргу. В Україні подібні операції не проводились, однак за успішної їх реалізації, вони можуть створити умови для послаблення боргового тягаря, що підвищить рівень фінансової безпеки.

ВВП-варанти – інструменти відновлюваної вартості (VRI), богові папери, які інвестори отримують взамін списаної частини боргу. Особливістю цих інструментів є те, що їх вартість не обліковується у складі державного боргу України, оскільки їх номінальна вартість є умовною. Ставка прибутковості за ВВП-варантами залежить від темпів зростання ВВП країни-емітента. В Україні ВВП-варанти були випущені у 2015 р. на суму 3,2 млрд. дол. США. За умовами угоди виплати за ВВП-варантами почнуться, якщо ВВП України досягне значення 125,4 млрд. дол. США: якщо приріст ВВП за рік буде нижчим ніж 3%, виплати за VRI не здійснюються; якщо приріст ВВП складе від 3% до 4%, то виплати за VRI становитимуть 15% перевищення показника ВВП над 3%, а якщо вище 4%, тоді до 15% від виплати додається 40% від суми, що перевищує зростання в 4%. З 2021-го по 2025-й роки платежі обмежені 1% ВВП. Поки зростання економіки перебуває у межах 3-4% виплати за VRI не суттєво збільшать витрати на обслуговування державного боргу [17]. Однак, цей інструмент у довгостроковій перспективі несе суттєві загрози борговій безпеці, пов'язані не стільки з високими темпами зростання ВВП, скільки з відновленням економіки після падіння внаслідок кризи у 2020 році.

У сфері валютної безпеки вплив на фінансову систему можуть мати валютні свопи НБУ (описані вище), а також розвиток біржової торгівлі валютними строковими контрактами. На сьогодні серед біржових ПФІ попитом користуються тільки валютні. У серпні 2020 р. функціонування строкового ринку відновила Українська біржа, на якій представлений поки один інструмент: ф'ючерсний контракт на курс долар США – українська гривня без реальної поставки валюти. Такий інструмент дає можливість хеджувати валютний ризик за умови здійснення операцій в іноземній валюті, що має позитивний вплив на фінансову безпеку як окремого суб'єкта, що здійснює хеджування, так і фінансову безпеку країни в цілому.

Однак, стрімкий розвиток ринку валютних деривативів може призвести до входу на цей ринок значної кількості учасників-спекулянтів, що створюватиме додатковий тиск на валютний ринок та загрожуватиме стабільності курсу національної грошової одиниці.

У сфері грошово-кредитної безпеки вплив на фінансову систему можуть мати вище описані інструменти сек'юритизації кредитних портфелів, кредитно-дефолтні свопи, а також процентні свопи НБУ.

Процентний своп НБУ передбачає, що одна сторона пропонує іншій фіксовану процентну ставку, що нараховується на умовну суму, а інша сторона – плаваючу відсоткову ставку. Остання буде розраховуватися на основі Українського індексу міжбанківських ставок за кредитами та депозитами овернайт (OIR). В обумовлений строк відбуваються розрахунки сторін з обрахунку різниці процентних платежів. У такий спосіб банки можуть мінімізувати власний процентний ризик під час кредитування. Вони залучають депозити на досить короткий термін порівняно з довшим строком виданих кредитів, тому завжди ризикують через ймовірність зміни вартості залучень. Зокрема, ставка за депозитами майже завжди змінюється і може зрости, а для позичальника вона фіксована [16]. У випадку зростання облікової ставки комерційні банки, використовуючи процентний своп, мінімізуватимуть свій процентний ризик, що позитивно впливатиме на стан грошово-кредитної безпеки. Однак, у випадку зниження облікової ставки, комерційні банки нестимуть додаткові процентні збитки за процентними свопами, що створює додаткові загрози фінансовій безпеці. Тому для участі в таких контрактах організаційна структура комерційного банку повинна містити потужний аналітичний відділ, який зможе здійснювати достатньо точний та достовірний прогноз ситуації на грошово-кредитному ринку.

Висновки з даного дослідження і перспективи подальших розвідок у даному напрямі. Проведене дослідження дає можливість зробити висновок про те, що ПФІ набули широкого розповсюдження у світових масштабах, а недостовірні оцінки ризиків останніх призводили до системних фінансових криз. У наукових колах за підсумками світової фінансової кризи тривають дискусії щодо необхідності регулювання ринку ПФІ, що обумовило необхідність дослідження їх впливу на фінансову безпеку. В дослідженні проаналізовано складові фінансової безпеки держави на предмет впливу на них операцій з ПФІ. Встановлено, що ПФІ мають як позитивний вплив на фінансову безпеку, так і створюють додаткові загрози. Подальші дослідження варто спрямувати на обґрунтування та розробку порядку розрахунку індикаторів фінансової безпеки, які включатимуть вплив від операцій з ПФІ.

Список літератури.

1. Desjardins Jeff All of the World's Money and Markets in One Visualization. May 27, 2020. URL: <https://www.visualcapitalist.com/all-of-the-worlds-money-and-markets-in-one-visualization-2020/?fbclid=IwAR2xHN1ExHUPkyPYjAzchpdo8RFe01GrJuI7Z0a3kJ10C2G1ff7ALE-6rNo>
2. Desjardins Jeff Обсяги капіталізації світового ринку деривативів станом на жовтень 2017 р. склали близько 544 трлн. дол США OCTOBER 26, 2017 All of the World's Money and Markets in One Visualization / The Money Project <http://money.visualcapitalist.com/worlds-money-markets-one-visualization-2017/>
3. Fabozzi, Frank J. Credit Derivatives Instruments, Applications, and Pricing. – Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2004, с.19–21
4. Novak, O., Osadcha, T. and Petruk, O. (2019), «Concept and Classification of Derivative Financial Instruments as A Methodological Precision On Their Regulation in The Financial Services Market», Baltic Journal of Economic Studies, Vol. 5, No. 3, pp.135–144.
5. Бэр Х.П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов — инновационная техника финансирования банков / пер. с немецкого Алексеев Ю.М., Иванов О.М. М.: Волтерс Клувер, 2007.
6. Глосарій банківської термінології. Офіційний сайт Національного банку України. URL: https://old.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=123545&cat_id=123512
7. Дас, Сатьяжит. Трейдеры, Пушки и Деньги: известные и неизвестные в сверкающем мире деривативов / Сатьяжит Дас; пер. с англ. [А. Лисовский]. М.: Волтере Клувер, 2008. 440 с.
8. Деякі питання сек'юритизації активів. Газета Цінні папери України. 2007. № 48 (491). URL: http://www.securities.org.ua/securities_paper/review.php?id=491&pub=3322
9. Дзюблук О.В. Про деякі аспекти використання кредитних деривативів у банківському ризик-менеджменті. Вісник Хмельницького національного університету 2009, № 2, Т. 1 с.21-23
10. Каменецкий Ю. Ипотечные облигации в Украине: начало положено. URL: <http://review.cbonds.info/article/magazines/151/>
11. Кузнецова Л.В. Абрамова Т.Ю. ОСОБЛИВОСТІ ВИКОРИСТАННЯ КРЕДИТНИХ ДЕРИВАТИВІВ У ДІЯЛЬНОСТІ БАНКІВ Науковий вісник Херсонського державного університету Випуск 18. Частина 1. 2016 с. 168-171
12. Мошенский С.З. Хаос и синергия. Рынок ценных бумаг постиндустриальной эпохи. К.: ВБ «Випол», 2018.
13. Наказ Міністерства економічного розвитку і торгівлі України «Про затвердження Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної безпеки України» № 1277 від 29.10.2013 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v1277731-13#Text>
14. Науменкова С.В., Міщенко В.І. Валюта і валютна політика К.: Знання, 2010. 84 с.
15. Національний банк зможе здійснювати валютні інтервенції на умовах своп. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-zmoje-zdiysnyuvati-valyutni-interventsiyi-na-umovah-svop>
16. Національний банк планує запровадити процентний своп з банками у червні. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-planuye-zaprovaditi-protsentniy-svop-z-bankami-u-cherвні>
17. Новак О.С., Скородинська Н.М. Розвиток управління державним боргом в Україні. URL: <https://conf.ztu.edu.ua/wp-content/uploads/2020/05/10.-finansy-bankivska-sprava-ta-strahuvannya2.pdf>

18. Норман П. Управляя ризками. Клиринг с участием центральных контрагентов на глобальных финансовых рынках / Питер Норман; перевод с англ. М.:Манн, Иванов и Фербер, 2013. 704 с.
19. Примостка Л. Фінансові деривативи: аналітичні та облікові аспекти: монографія. К.: КНЕУ, 2001. 263 с.
20. Річний звіт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2019 рік [Електронний ресурс]. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/about-us/annual-reports/#page-4>
21. Секьюритизация и право / Жан Жоб де Вриз Роббе, Поль Али; пер. с англ. М.: Волтерс Клувер, 2008. 600 с.
22. Синки Дж. Финансовый менеджмент в коммерческом банке и в индустрии финансовых услуг / Джозеф Синки-мл. ; Пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. 1018 с.
23. Фабоцци Ф.Д. Рынок облигаций: Анализ и стратегии. 2-е изд. исп. и доп. / Фрэнк Дж. Фабоцци; Пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. 950 с.
24. Фельдман А.Б. Производные финансовые и товарные инструменты. М.: Финансы и статистика, 2003.
25. Халл, Джон К. Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты, 6-е издание: Пер. с англ. М.: ООО «И.Д.Вильямс», 2007. 1056 с.

References.

1. Desjardins, Jeff (2020), “All of the Worlds Money and Markets in One Visualization”, *Visual Capitalist*, [Online], available at: <https://www.visualcapitalist.com/all-of-the-worlds-money-and-markets-in-one-visualization-2020/?fbclid=IwAR2xHN1ExHUPkyPYjAzchpdo8RFe01GrJul7Z0a3kJ10C2G1ff7ALE-6rNo>
2. Desjardins, Jeff (2017), “The volume of capitalization of the global derivatives market as of October 2017 amounted to about 544 trillion”, *Visual Capitalist*, [Online], available at: <http://money.visualcapitalist.com/worlds-money-markets-one-visualization-2017/>
3. Fabozzi, Frank J. (2004), *Credit Derivatives Instruments, Applications, and Pricing*. – Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, pp.19–21.
4. Novak, O., Osadcha, T. and Petruk, O. (2019), “Concept and Classification of Derivative Financial Instruments as A Methodological Precision On Their Regulation in The Financial Services Market”, *Baltic Journal of Economic Studies*, vol. 5, issue. 3, pp.135–144.
5. Bjer, H.P. (2007), *Sek'juritizacija aktivov: sek'juritizacija finansovyh aktivov — innovacionnaja tehnika finansirovaniya bankov* [Securitization of assets: securitization of financial assets - an innovative technique for financing banks], Volters Kluver, Moscow, Russia.
6. National Bank of Ukraine, Glossary of banking terminology, available at: https://old.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=123545&cat_id=123512
7. Das, Sat'jazhit. Trejdery 92008), *Pushki i Den'gi: izvestnye i neizvestnye v sverkajushhem mire derivativov* [Traders, Guns and Money: Famous and Unknown in the Glittering World of Derivatives], Volters Kluver, Moscow, Russia, P. 440.
8. “Some asset securitization issues”, *Hazeta Tsinni papery Ukrainy*, 2007, vol. 48 (491), available at: http://www.securities.org.ua/securities_paper/review.php?id=491&pub=3322
9. Dziubliuk, O.V. (2009), “On some aspects of the use of credit derivatives in banking risk management”, *Visnyk Khmelnytskoho natsionalnoho universytetu*, issue 2, vol. 1, pp.21-23.
10. Kameneckij, Ju. (2007), “Mortgage bonds in Ukraine: the beginning has been made”, [Online], available at: <http://review.cbonds.info/article/magazines/151/>
11. Kuznietsova, L.V. and Abramova, T.Yu. (2016), “Peculiarities of the use of credit derivatives in the activities of banks”, *Naukovyi visnyk Khersonskoho derzhavnoho universytetu*, Vol.18, part 1, pp. 168-171.
12. Moshenskij, S.Z. (2018), *Haos i sinergija. Rynok cennyh bumag postindustrial'noj jepohi* [Chaos and synergy. The securities market of the post-industrial era], VB «Vipol», Kyiv, Ukraine.
13. Ministry of Economic Development and Trade of Ukraine (2013), Order of the Ministry of Economic Development and Trade of Ukraine "On approval of Guidelines for calculating the level of economic security of Ukraine", available at: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v1277731-13#Text>
14. Naumenkova, S.V. and Mishchenko, V.I. (2010), *Valiuta i valiutna polityka* [Currency and monetary policy], Znannia, Kyiv, Ukraine, P. 84.
15. The National Bank of Ukraine, “The National Bank will be able to carry out foreign exchange interventions on a swap basis”, [Online], available at: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-zmoje-zdiysnyuvati-valyutni-interventsiyi-na-umovah-svop>
16. . The National Bank of Ukraine, “The National Bank plans to introduce an interest rate swap with banks in June”, [Online], available at: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-planuye-zaprovaditi-protsentniy-svop-z-bankami-u-chervni>
17. Novak, O.S. and Skorodynska, N.M. (2020), “Development of public debt management in Ukraine”, [Online], available at: <https://conf.ztu.edu.ua/wp-content/uploads/2020/05/10.-finansy-bankivska-sprava-ta-strahuvannya2.pdf>

18. Norman, P. (2013), *Upravljaja riskami. Kliring s uchastiem central'nyh kontragentov na global'nyh finansovyh rynkah* [By managing risks. Clearing with Central Counterparties in Global Financial Markets], Mann, Ivanov i Ferber, Moscow, Russia, P. 704.
19. Prymostka, L. (2001), *Finansovi deryvatyvy: analitychni ta oblikovi aspekty: monohrafiia* [inancial derivatives: analytical and accounting aspects: monograph], KNEU, Kyiv, Ukraine, P. 263.
20. National Commission on Securities and Stock Market (2020), Annual report of the National Commission on Securities and Stock Market for 2019,[Online], available at: <https://www.nssmc.gov.ua/about-us/annual-reports/#page-4>
21. Zhan Zhob de Vrizz Robbe, Pol' Ali (2008), *Sek'juritizacija i pravo* [Securitization and Law], Volters Kluver, Moscow, Russia, P. 600.
22. Sinki Dzh. (2007), *Finansovyj menedzhment v kommercheskom banke i v industrii finansovyh uslug* [Financial management in a commercial bank and in the financial services industry], Al'pina Biznes Buks, Moscow, Russia, P. 1018.
23. Fabocci, F.D. (2007), *Rynok obligacij: Analiz i strategii* [Bond Market: Analysis and Strategies], 2nd ed., Al'pina Biznes Buks, Moscow, Russia, P. 950.
24. Fel'dman, A.B. (2003), *Proizvodnye finansovye i tovarnye instrumenty* [Derivative financial and commodity instruments], Finansy i statistika, Moscow, Russia.
25. Hall, Dzhon K. (2007), *Opciony, f'juchersy i drugie proizvodnye finansovye instrumenty* [Options, Futures and Other Derivative Financial Instruments], 6th ed., OOO «I.D.Vil'jams», Moscow, Russia, P. 1056.

Стаття надійшла до редакції 20.01.2021 р.