

СВІТОВЕ ГОСПОДАРСТВО І МІЖНАРОДНІ ЕКОНОМІЧНІ ВІДНОСИНИ

УДК 339,7

ХАРАКТЕРНІ РИСИ МІЖНАРОДНОЇ ФІНАНСОВОЇ ІНТЕГРАЦІЇ В ПОСТКРИЗОВИЙ ПЕРІОД

CHARACTERISTICS OF INTERNATIONAL FINANCIAL INTEGRATION IN THE POST CRISIS PERIOD

Ковальчук К.-О.В.
магістр,

Чернівецький національний університет
імені Юрія Федьковича

Досліджено сучасні особливості розвитку інтеграційних процесів у світі. Проаналізовано міжнародні фінансові ринки, здійснено оцінку структури та динаміки зовнішніх активів та зовнішніх зобов'язань у світовому ВВП. Виявлено низку сучасних характеристик інтеграції фінансових ринків. Проведено оцінку динаміки зовнішнього балансу за групами країн.

Ключові слова: фінансова інтеграція, фінансова криза, зовнішні активи та зобов'язання.

Исследованы современные особенности развития интеграционных процессов в мире. Проанализированы международные финансовые рынки, осуществлена оценка структуры и динамики внешних активов и внешних обязательств в мировом ВВП. Выявлен ряд современных характеристик интеграции финансовых рынков. Проведена оценка динамики внешнего баланса по группам стран.

Ключевые слова: финансовая интеграция, финансовый кризис, внешние активы и обязательства.

The modern features of the development of integration processes in the world are investigated. The analysis of international financial markets, estimation of the structure and dynamics of external assets and external liabilities in world GDP. A number of modern characteristics of integration of financial markets are revealed. Estimates of dynamics of external balance by groups of countries are carried out.

Key words: financial integration, financial crisis, external assets and liabilities.

Постановка проблеми у загальному вигляді та її зв'язок із важливими науковими чи практичними завданнями. Фінансова інтеграція та фінансова глобалізація в останні десятиліття стали провідними тенденціями розвитку світової економіки. Фінансову інтеграцію розглядають як процес, а фінансову глобалізацію – як результат дії цього процесу на світовому рівні. Фінансові ринки є одним з об'єктів фінансової інтеграції. У сучасній глобальній економіці вже можна говорити про інтеграції фінансових систем, оскільки інтеграційні процеси охоплюють ринки, інститути та інфраструктуру фінансових відносин.

Аналіз останніх досліджень і публікацій, в яких започатковано розв'язання даної проблеми і на які спирається автор. Ця тема притягує науковців усього світу, адже фінансова інтеграція стає невід'ємною рисою сучасності. Серед найвідоміших дослідників фінансових ринків та

інтеграційних процесів на них можемо назвати З. Луцишин [6], І. Бураковського [3], О. Дзюблюка [4], В. Козюка [5], Н. Стукало [8], О. Сохацьку та ін.

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми, котрим присвячується означена стаття. Особливо суперечливими залишаються питання оцінки рівня інтеграції: одні наполягають на оцінці обмежень, інші – на аналізі потоків капіталу між країнами. Виокремлюються декілька підходів до систематизації індикаторів, які визначають рівень інтеграції країн у світовий фінансовий простір. Однією з найефективніших методик є методика МВФ, що охоплює ступінь фінансової взаємозалежності національних економік країн через розрахунок їхніх валових іноземних фінансових активів і зобов'язань до сукупного обсягу або до ВВП [11].

Виклад основного матеріалу дослідження з повним обґрунтуванням отриманих наукових результатів. У нашому дослідженні було вибрано

загальноприйняту методика, якою користується МВФ, вивчаючи особливості фінансової інтеграції у світі, тому аналіз сучасного стану міжнародних фінансових ринків та оцінка впливу на них кризових явищ здійснені за цією методикою.

У табл. 1 представлено порівняльну характеристику двох періодів на ринку боргових цінних паперів.

У відсотках до ВВП боргові цінні папери в докризовий період становили 132,1%, а в посткризовий – 133,6%. Тобто відбувається, хоча й не суттєвий, ріст частки цього ринку у світовому ВВП. Проте, як бачимо з таблиці, цей ріст зумовлений, швидше за все, збільшенням державних боргових цінних паперів. Їм почали віддавати перевагу в останні роки (після кризи) як більш надійним борговим зобов'язанням.

Частка цього інструменту у ВВП зросла з 50% до понад 60%. Найбільшим ринком, де в обігу перебувають боргові цінні папери, є фінансові центри світу: Лондон, Нью-Йорк, Франкфурт-на-Майні, Токіо, Сінгапур та ін. Їхня частка у ВВП становить більше 200% і зростає щороку. Як бачимо, криза також вплинула на структуру операцій із борговими цінними паперами: зросла популярність державних облігацій. Розмір ринку боргових інструментів фінансових центрів

та розвинутих країн є надзвичайно великим, оскільки перевищує ВВП у два та півтора рази відповідно.

Країни зі слабшим економічним розвитком не можуть похвалитися сильним міжнародним фінансовим ринком (борговим сегментом), хоча останнім часом частка боргових цінних паперів у ВВП становить 50%, що на 10% більше, ніж у докризовий рік. Лідерами на світових фінансових ринках залишаються розвинуті країни: боргові папери до кризи становили 108% від світового ВВП, а в посткризовий період – 96%. Загалом можна сказати, що криза спонукала до розвитку ринку державних облігацій як більш надійних та перспективних. Китайські папери становлять 10% світового ВВП, що говорить про перспективність цього ринку та його високу інтегрованість до світового.

Всі ці тенденції щодо збільшення ринку боргових цінних паперів вплинули й на ринки міжнародного значення. У табл. 2 подано дані відносно частки боргових цінних паперів у цілому та державних зокрема, які перебувають у власності нерезидентів.

Отже, аналізуючи частку паперів у власності нерезидентів, можемо зробити висновок щодо розмірів міжнародного ринку, а отже, і про інте-

Таблиця 1

Характеристика глобального ринку боргових цінних паперів [10; 11]

Група країн	2008		2016	
	%, до ВВП групи	%, до світового ВВП	%, до ВВП групи	%, до світового ВВП
Боргові цінні папери				
Фінансові центри	193,7	18,8	225,6	17,8
Розвинуті економіки	165,0	103,3	180,3	96,4
Транзитивні економіки та країни, що розвиваються	36,2	10,0	50,3	19,4
Китай	48,1	3,0	70,5	10,7
Інші країни	32,7	7,0	37,2	8,7
Всього	132,1	132,1	133,6	133,6
Державні боргові цінні папери				
Фінансові центри	35,1	3,4	60,4	4,8
Розвинуті економіки	63,0	39,5	91,9	49,1
Транзитивні економіки та країни, що розвиваються	23,5	6,5	21,3	8,2
Китай	20,3	1,3	14,2	2,2
Інші країни	24,5	5,2	25,8	6,1
Всього	49,4	49,4	62,1	62,1

Таблиця 2

Частка боргових цінних паперів у власності нерезидентів, % [11]

Вид інструмента	Розвинуті економіки		Ринки, що розвиваються	
	2008	2016	2008	2016
Державні боргові цінні папери	48	51	31	36
Усі боргові цінні папери	44	45	26	35
Число спостережень	32	33	25	32

грацію фінансових ринків. Більш інтегрованими можемо назвати фінансові ринки розвинутих країн, адже практично 50% їхніх боргових паперів перебуває у власності нерезидентів. Це демонструє значення фінансового ринку для даної групи країн, показує відкритість внутрішнього ринку. Всі ці фактори в комплексі сприяють поширенню інтеграційних процесів.

Ринки, що розвиваються, мають набагато менший ступінь інтегрованості: частка боргових цінних паперів у власності нерезидентів у цій групі коливається від 26% до 35%. Відносно відкритим можемо назвати ринок державних боргових паперів. Загалом фінансові ринки країн зі слабкою економікою є відносно закритими саме через певні юридичні обмеження: таким чином уряди цих країн намагаються захистити внутрішній ринок.

Як бачимо, криза не сприяла зменшенню відкритості ринків, а навпаки, за кожною групою країн та за кожним видом інструмента маємо позитивну тенденцію. Тобто, незважаючи на побуювання відносно поширення фінансових криз у світі, держави все одно прямують до зближення ринків.

Як бачимо, беззаперечним залишається той факт, що фінансові ринки видозмінюються під впливом різних факторів, у тому числі й під дією кризових явищ на фінансових ринках. Дослідимо динаміку частки зовнішніх активів та зобов'язань у світовому ВВП за групами країн із початку 2008 р. до 2016 р. (рис. 1).

Цей показник красномовно свідчить про рівень фінансової інтеграції у світі. Дослідження частки зовнішніх активів та зобов'язань у світовому ВВП у динаміці від початку останньої фінансової кризи і до останнього звітного періоду демонструє вплив кризових явищ та швидкість відновлення економіки.

Отже, з настанням фінансової кризи і частка активів, і частка зобов'язань суттєво скороти-

лися в усіх групах країн. Проте нині вони практично досягнули свого попереднього рівня. У розрізі груп країн можемо зазначити, що і зовнішні активи, і зовнішні зобов'язання розвинутих держав та світових фінансових центрів є найбільшими. Менш розвинуті країни меншою мірою зосереджуються на зовнішніх активах та зобов'язаннях, а їх частка у світовому ВВП становить близько 20%.

На рис. 2 представлено внески досліджуваних груп країн у створення світового валового внутрішнього продукту.

Як бачимо, сформувалася загальна тенденція до скорочення ролі промислово розвинутих країн та світових фінансових центрів у формуванні світового ВВП, натомість роль транзитивних економік та країн, що розвиваються, зростає щороку. Можна говорити про диспропорційну роль світових фінансових центрів у зарубіжних активах та зобов'язаннях: якщо на початок кризи 2008 р. фінансові центри формували світовий ВВП на 10%, при цьому зарубіжні активи становили 43%, то в 2016 р. їх внесок у ВВП скоротився до 8%, а зарубіжні активи залишилися на рівні 43% (рис. 3).

І навпаки, країни з економікою, що розвиваються, та розвинутою економікою формували близько 30% світового ВВП у 2008 р., але лише 10% транскордонних фінансових активів. Станом на 2016 р. світова частка ВВП країн із перехідною економікою та економікою, що розвивається, зросла до приблизно 40% за ринковими курсами обміну, але їхня частка зовнішніх активів зросла лише до 13%.

Децо змінилася ситуація із зовнішніми активами, зобов'язаннями та світовим ВВП (рис. 4).

Найбільший приріст ВВП за вісім останніх років забезпечили країни з перехідною економікою та країни, що розвиваються, зокрема Китай, натомість внесок фінансових центрів є незрівнянно малим. Зовнішні активи фінансових

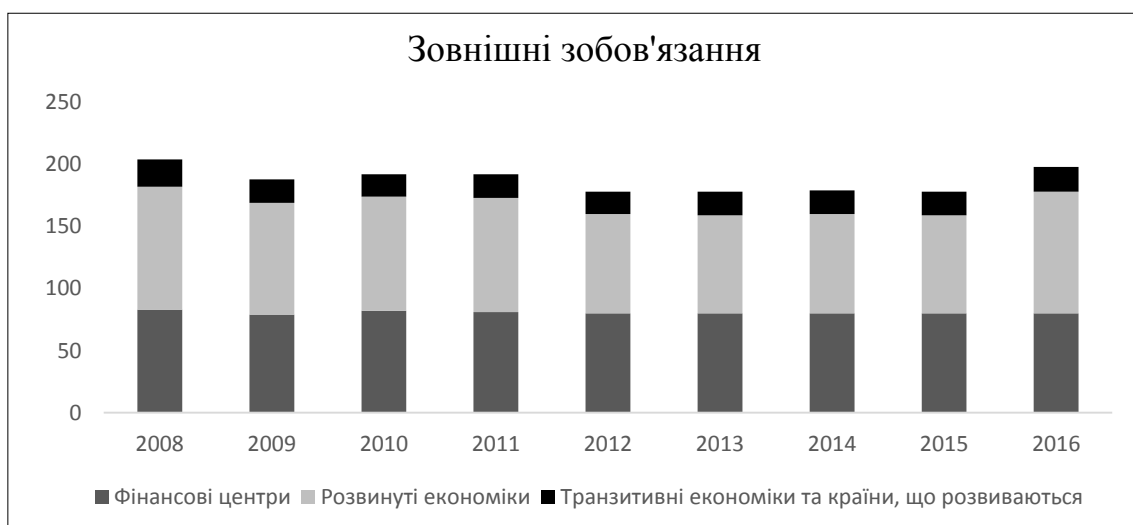


Рис. 1. Частка зовнішніх активів та зовнішніх зобов'язань у світовому ВВП, % [10; 11]

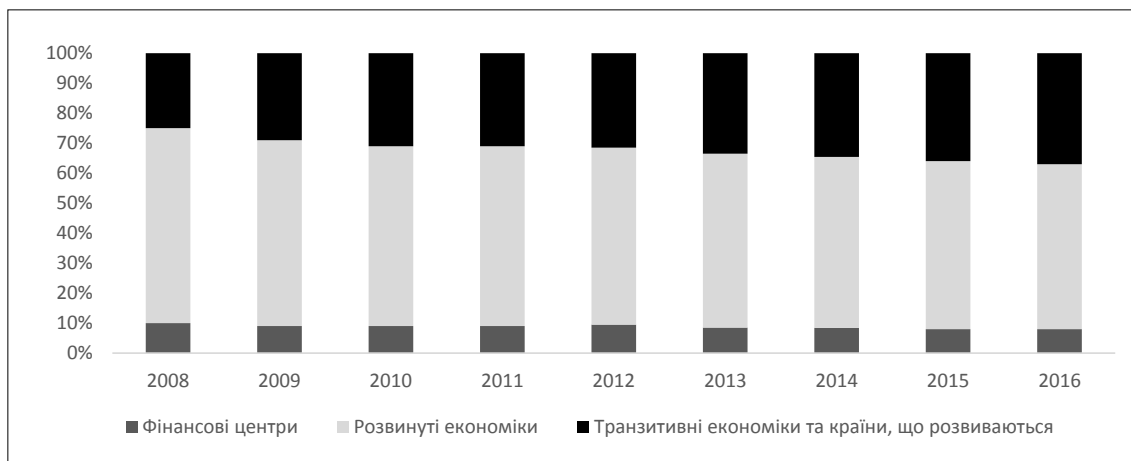


Рис. 2. Внесок у світовий ВВП [10]

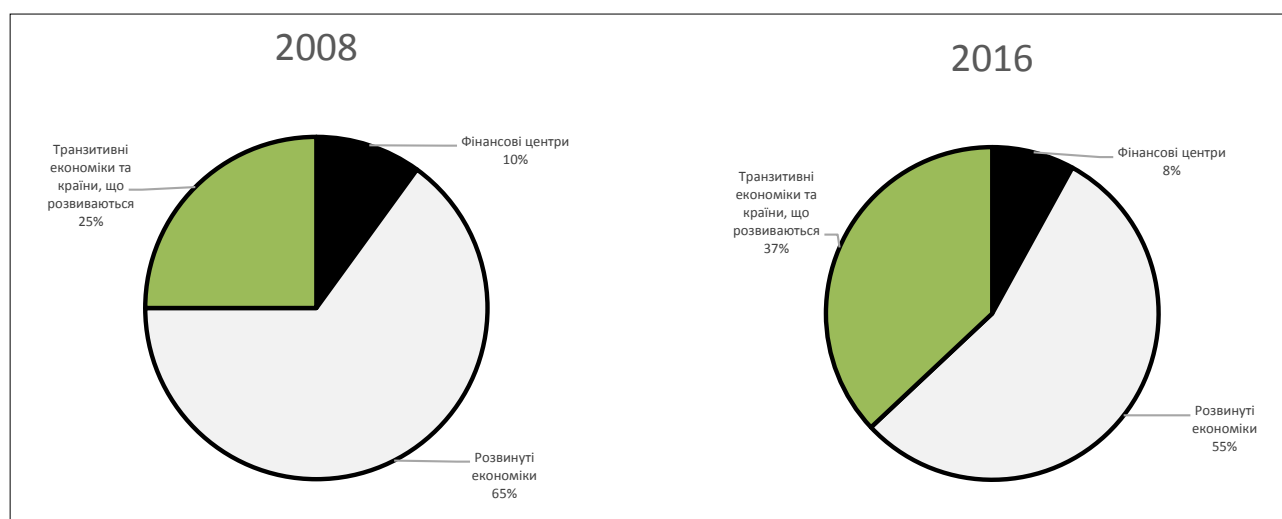


Рис. 3. Зміна частки груп країн у світовому ВВП [11]

центрів представлені переважно прямими та портфельними інвестиціями та деривативами, аналогічна ситуація й у промислово розвинутих країнах.

Проте економіки, що розвиваються, збільшують свої зарубіжні активи переважно через прямі інвестиції та резерви. Зовнішні зобов'язання таких країн також практично не представлені у вигляді пайових цінних паперів, натомість віддається перевага борговим паперам.

На рис. 4 та 5 проілюстровано зміни зовнішніх позицій у період між 2008 та 2016 рр. за типом інструменту та групами країн. На рис. 4 показано звітні зміни в номінальному доларовому еквіваленті, а на рис. 5 – звіти про зміни відповідних коефіцієнтів до світового ВВП. Зосередження уваги насамперед на співвідношенні до ВВП показує, що скорочення транскордонних активів та зобов'язань відбувається передусім завдяки зменшенню розмірів боргових інструментів відносно світового ВВП. Це частково

компенсується значним збільшенням прямих інвестицій та використанням похідних фінансових інструментів.

Із погляду динаміки зовнішнього балансу за групами країн виділимо кілька важливих рис:

- для фінансових центрів, передусім, це різке скорочення міжнародних активів та зобов'язань у розрізі «інших інвестицій» (де позики та депозити помітно відрізняються). Як зазначено нижче, це тісно пов'язане зі скороченням транскордонних операцій великих міжнародних банків. Друге – це значне збільшення вимог та зобов'язань через прямі іноземні інвестиції. Це пов'язано значною мірою з підвищеною складністю у транскордонних корпоративних структурах великих транснаціональних компаній;

- у розвинених економіках, за винятком фінансових центрів, ми також спостерігаємо скорочення кількості транскордонних позицій в іншій інвестиційній категорії. Натомість поміркованість пасивів із погляду портфельних боргів

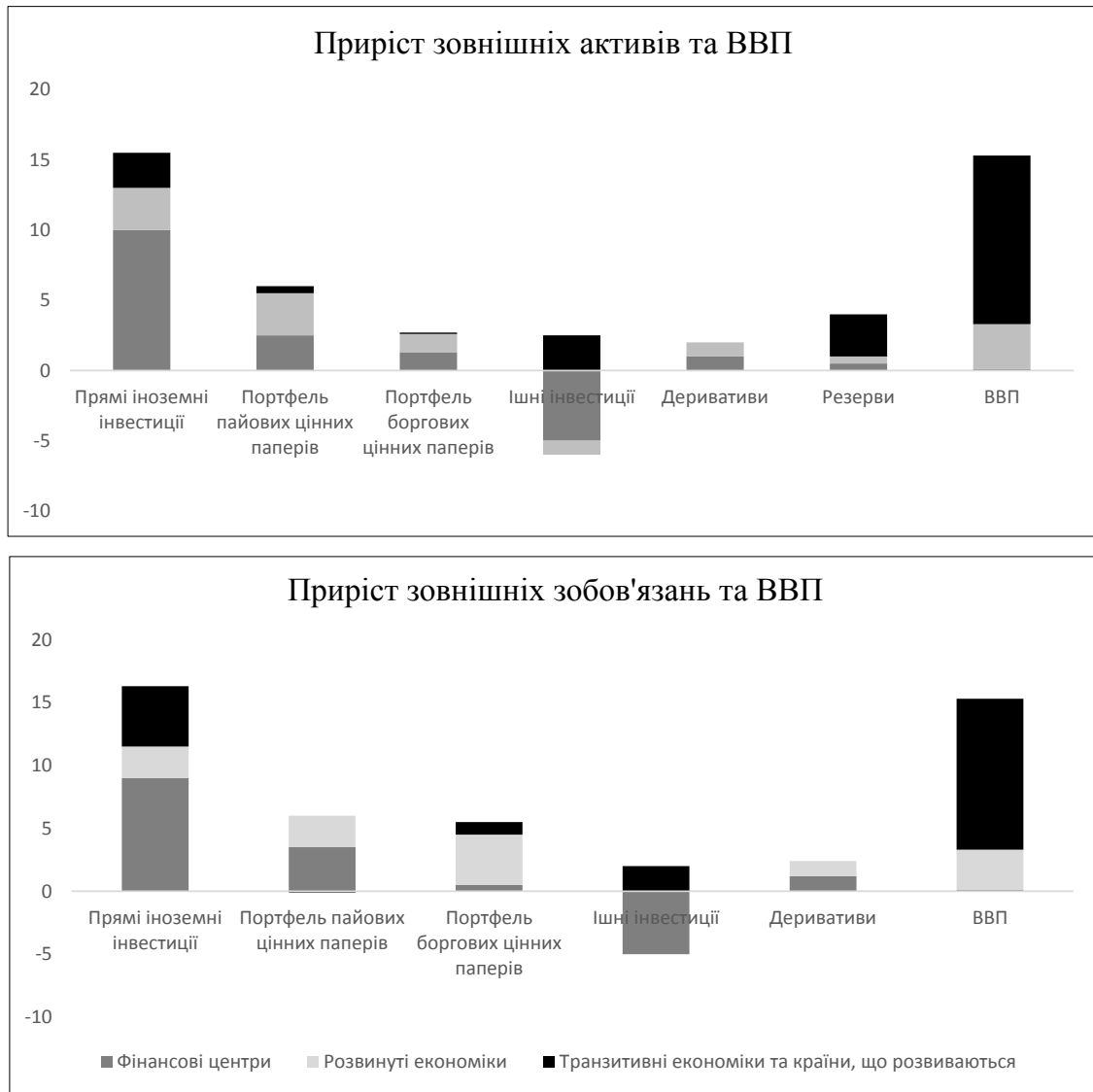


Рис. 4. Приріст зовнішніх активів, зобов'язань та світового ВВП за період 2008–2016 рр., трлн. дол. США

була ослаблена наростанням валютних резервів у країнах з економікою, що розвивається, та транзитивних;

– що стосується країн з економікою, що розвивається, збільшення резервів та збільшення прямих інвестицій із боку зобов'язань стало найбільшою зміною в активах. Також цікаво зазначити, що в країнах з економікою, що розвивається, як і раніше, спостерігається збільшення вимог і зобов'язань у формі боргових інструментів, як портфельних облігацій, так і інших інвестицій, на відміну від розвинених країн та фінансових центрів.

Дослідимо частку нетто міжнародної інвестиційної позиції у ВВП групи. Пропонуємо розпочати дослідження зі світових фінансових центрів (рис. 6).

Нетто міжнародна інвестиційна позиція – це різниця між активами та зобов'язаннями. На

рис. 6 представлено частки нетто інвестиційних позицій у розрізі окремих складників до ВВП світових фінансових центрів. Активи перевищували зобов'язання за резервами, портфелями боргових цінних паперів, прямими інвестиціями та деривативами. Зобов'язання перевищили активи за портфелями пайових цінних паперів та іншими інвестиціями. Отже, як зовнішнім активам фінансові центри віддають перевагу передусім портфелям боргових цінних паперів та прямим інвестиціям.

Загалом із часу кризи активи та зобов'язання фінансових центрів різко скоротилися, але водночас спостерігається збільшення прямих іноземних інвестицій, які сьогодні є найбільшим складником зовнішнього портфеля (близько 350% ВВП цих країн). Світові фінансові центри в сукупності є чистими кредиторами, що відображає позитивну чисту позицію прямих інозем-

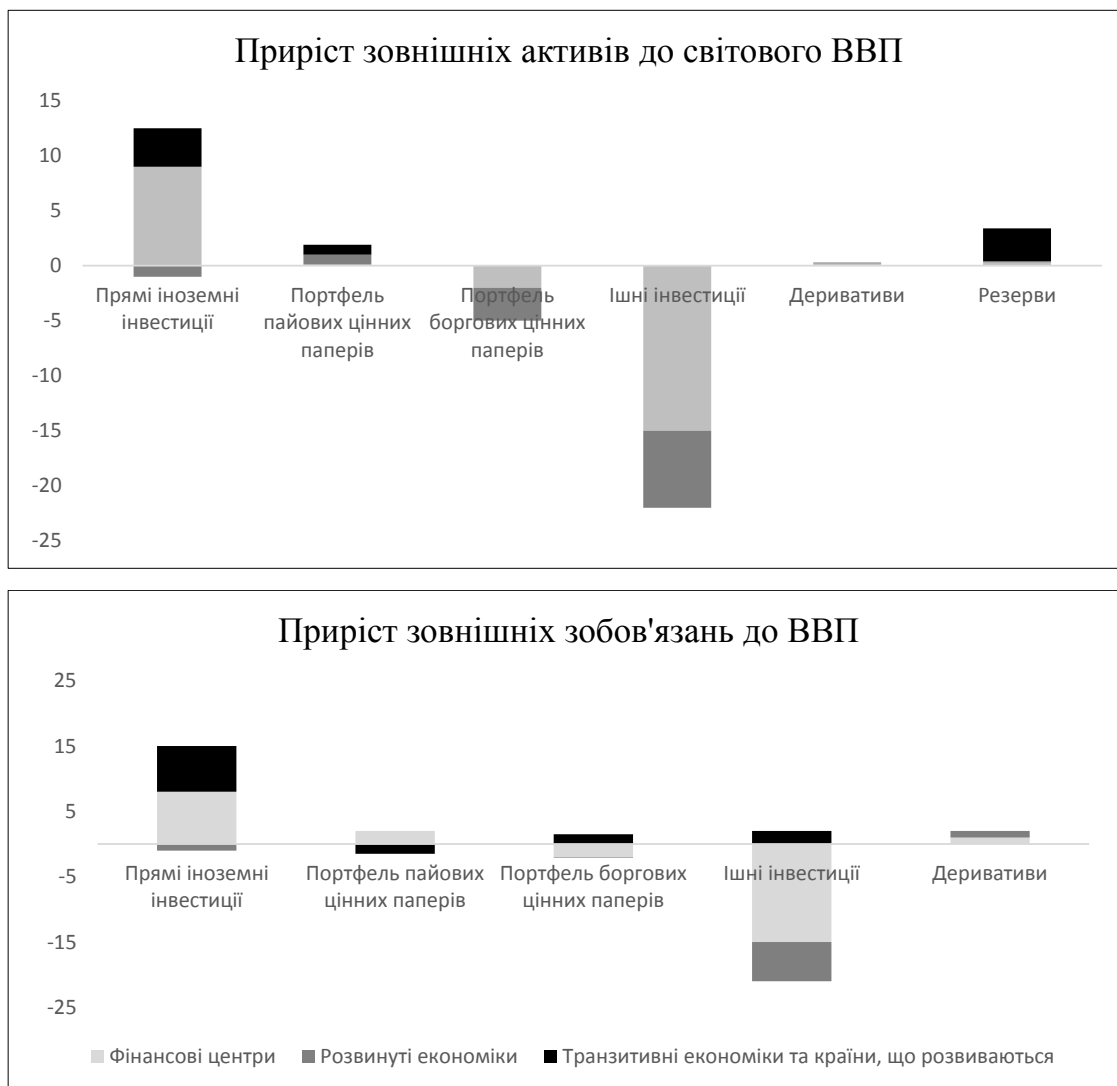


Рис. 5. Приріст зовнішніх активів та зобов'язань до світового ВВП за 2008–2016 рр., %

них інвестицій, а також значні валютні резерви. Ці країни мають чисту кредиторську позицію у портфельних боргових інструментах та чисту дебіторську позицію за інструментами власного капіталу, що пов'язано з наявністю інвестиційних фондів у деяких із цих країн (зокрема, у Люксембурзі та Ірландії, а також на Кайманових Островах). Частки цих коштів, утримуваних нерезидентами, є портфельними пайовими паперами для вітчизняної економіки, але ці фонди інвестують у різні інструменти, включаючи боргові цінні папери, пояснюючи, таким чином, очевидну асиметрію у зовнішньому балансі цих країн.

Для слабких фінансових ринків притаманна абсолютно протилежна тенденція (рис. 7). Зовнішні активи цих країн переважно представлені резервами, причому їхня частка у ВВП достатньо висока (на рівні 20–30%). За іншими позиціями можемо говорити про

перевищення зобов'язань над активами. Найбільше перевищення спостерігається за прямими інвестиціями.

Країни, що розвиваються, та перехідні економіки демонструють набагато менший запас зовнішніх активів та зобов'язань порівняно з розміром цих країн (близько 60% ВВП). Валютні резерви є важливою складовою частиною їхніх зовнішніх активів, а на боргових зобов'язаннях відносна важливість боргових інструментів стосовно інструментів власного капіталу зменшується. Чиста позиція свідчить про поліпшення тенденції з часом. Збільшення чистої позиції у 2008–2009 рр. зумовлене ефектами оцінки, оскільки валюти цих країн знизилися й оцінки фондових ринків різко скоротилися.

Висновки з цього дослідження і перспективи подальших розвідок у даному напрямку. Сьогодні можна говорити про нову динаміку фінансової глобалізації, яка має низку характеристик,

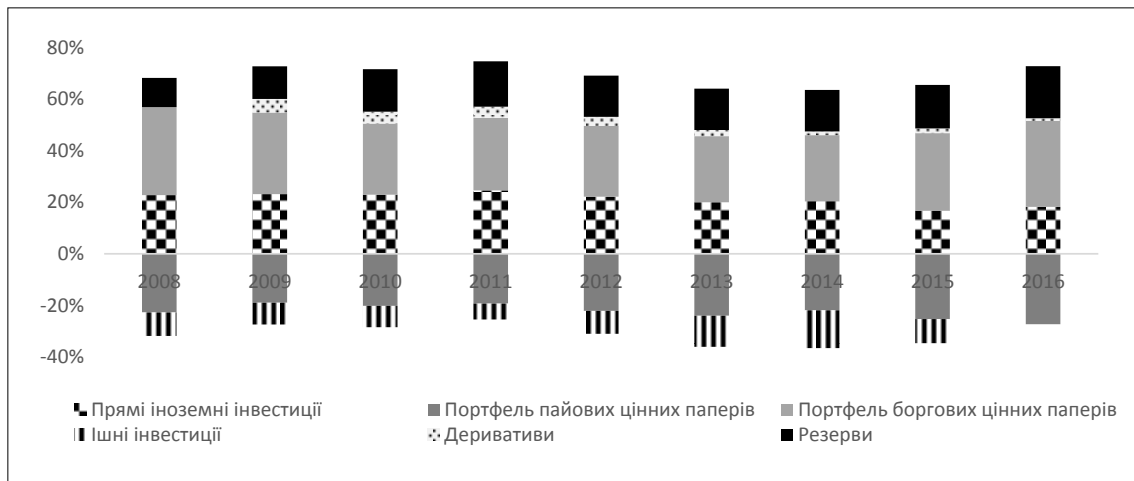


Рис. 6. Нетто міжнародна інвестиційна позиція світових фінансових центрів (частка від ВВП групи)

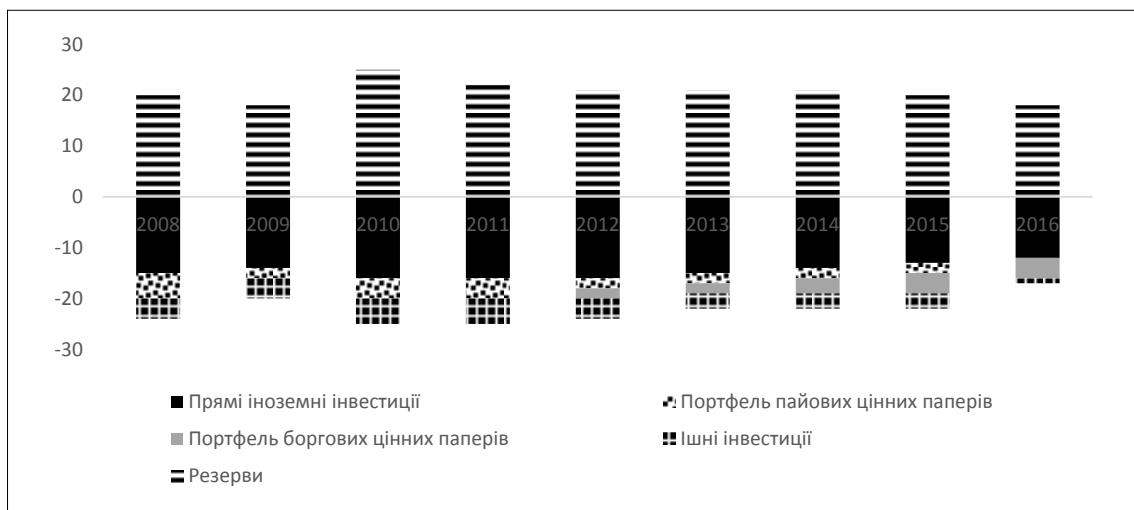


Рис. 7. Нетто міжнародна інвестиційна позиція країн із перехідною економікою та країн, що розвиваються (частка від ВВП групи)

що можуть поліпшити стабільність, але також призвести й до потенційних ризиків. Низка чинників указує на те, що майбутня фінансова глобалізація може бути більш стабільною, ніж вона була в минулому. По-перше, великі транскордонні потоки капіталу сьогодні, швидше за все, будуть відбуватися у формі більш стабільних потоків прямих іноземних інвестицій, а не у формі кредитів. Значна частина падіння у валових потоках капіталу була зумовлена скороченням короткострокового міжбанківського кредитування та інших боргових цінних паперів, що стимулювали утворення глобальних кредитних бульбашок; сьогодні вони різко скоротилися.

Крім того, зменшився дисбаланс чистого фінансового і капітального рахунків, тим самим зменшився ризик несподіваних змін у потоках капіталу, який міг би створити кризу платіжного балансу. Велика роль профіциту Китаю та

дефіциту США скоротилася, сьогодні глобальна фінансова система перерозподіляє капітал та ризики серед більш широкого кола чистих вкладників та чистих позичальників. Банки нині мають більш надійні бази капіталу та ліквідності, що є наслідком нових правил, які були введені з моменту кризи.

Тим не менше потенційний ризик залишається. Валові потоки капіталу, особливо позикового, є досить нестабільними як для розвинутих країн, так і для країн, що розвиваються, що сприяло значним коливанням валютних курсів. Існує певне занепокоєння тим, що починає наростати бульбашка на ринку акцій.

Фахівці стверджують, що це очевидний факт, адже ринок акцій досягнув нових висот. Фінансова глобалізація є позитивною для країн, що приймають активну участь у глобальній системі, адже дає змогу перерозподіляти капітал по

всьому світу. Однак активна присутність великої кількості країн також означає можливість фінансової загрози (де втрати в одній країні спонукають інвесторів продавати хороші активи на незв'язаних ринках). Зростає роль фінансових центрів, вони стають більш прозорими та відкритими, проте не всі, тому про це варто пам'ятати.

Можливим джерелом стабільності є те, що прямі інвестиції та частка власного капіталу в загальному транскордонному потоці капіталу зросли, а частка потоків, пов'язаних із боргом, знизилася, і дисбаланс у чистих потоках капіталу зменшився.

З початку фінансової кризи транскордонні потоки прямих іноземних інвестицій стали кращими, ніж транскордонні кредити та облигації, збільшилася частка власного капіталу та зменшилася частка боргу в цих потоках. Хоча приплив валових прямих іноземних інвестицій скоротився вдвічі (з 3,1 трлн. дол. США у 2007 р. до 1,6 трлн. дол. США у 2016 р.), вони все ще становлять більшу частку потоків капі-

талу сьогодні, ніж у 2007 р. Транскордонні капітальні потоки, або іноземні покупки акцій, знизилася найменше з усіх міжнародних потоків капіталу в абсолютному вимірі з моменту фінансової кризи, з 830 млрд. дол. США до 330 млрд. дол. США.

Більш стабільні та глобально диверсифіковані транскордонні потоки капіталу будуть мати значний вплив та вигоди для світової економіки: посилення конкуренції, стимулювання внутрішнього фінансування ринки, що сприяють фінансуванню інфраструктурних проектів у країнах, що розвиваються. Однак регулятори, уряди та інвестори не можуть дозволити собі самовдоволеності, оскільки країни стають більше пов'язані з глобальною фінансовою системою, виникає небезпека того, що потоки капіталу вийдуть із-під контролю і виникне нова фінансова криза. Оскільки світові фінанси залишаються тісно переплетеними, то завжди існує ризик «фінансового зараження», що потрібно враховувати, вибудовуючи власний фінансовий ринок.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Альошина І.В. Сучасні тенденції розвитку міжнародної фінансової інтеграції: використання досвіду США та країн Латинської Америки в Україні. Актуальні проблеми міжнародних відносин. 2010. Вип. 91. Ч. 1. С. 32–39.
2. Барановський О.І. Фінансові кризи: передумови, наслідки і шляхи запобігання: монографія. К.: КНТЕУ, 2009. 754 с.
3. Бураковский И.В., Плотников А.В. Мировая экономика: глобальный финансовый кризис. Х.: Фолио, 2010. 415 с.
4. Дзюблюк О. Розвиток банківського сектора в умовах деформації світового фінансового простору. Вісник НБУ. 2011. № 10. С. 76–83.
5. Козюк В. Глобалізація та макроструктурні імперфекції припливу капіталів. Банківська справа. 2010. № 6. С. 22–35.
6. Луцишин З. Асиметрія та парадокс фінансової глобалізації. Міжнародна економічна політика. 2009. № 8–9. С. 35–42.
7. Стукало Н. Оцінювання стану розвитку фінансової глобалізації: особливості для України. URL: http://kneu.kiev.ua/journal/ukr/article/2006_1_Stukalo_ukr.pdf.
8. Стукало Н.В. Вимірювання фінансової глобалізації. Фінанси України. 2006. № 7. С. 146–153.
9. Школьник І.О. Капіталізація фондового ринку України в контексті світових тенденцій. Фінанси України. 2011. № 4. С. 65–74.
10. McKinsey Global Institute. The New Dynamics of Financial Globalization, August 2017. URL: <https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/the-new-dynamics-of-financial-globalization>.
11. Philip R. Lane and Gian Maria Milesi-Ferretti. International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis/Philip R. Lane and Gian Maria Milesi-Ferretti. IMF Working Paper. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2017/05/10/International-Financial-Integration-in-the-Aftermath-of-the-Global-Financial-Crisis-44906>.