

Черкезюк Д. В., аспірантка Київського національного економічного університету імені В. Гетьмана

ТРАНСФОРМАЦІЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ НА СВІТОВИХ РИНКАХ КАПІТАЛУ ПІД ВПЛИВОМ ФІНАНСОВОЇ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ

Розкрито сутність змін у світовій фінансовій системі під впливом останніх тенденцій розвитку міжнародних ринків капіталу в умовах фінансової глобалізації та волатильності фінансових ринків. Проаналізовано основні канали впливу фінансової глобалізації на зародження та розгортання світової економічної кризи та подальших років фінансової нестабільності з поступовим поверненням до млявого економічного зростання. Здійснено дослідження динаміки зростання глобальних фінансових активів у контексті визначення рівня глобального фінансового проникнення. Проаналізовано основні зміни, які необхідно запровадити регуляторним органам та установам з метою розбудови ефективних принципів функціонування фінансової системи та повернення до стійкого економічного зростання. Надані рекомендації щодо можливих напрямів реалізації ряду заходів у сфері регуляторної діяльності, а також щодо розробки нових стратегій здійснення інвестицій інституційними інвесторами.

Ключові слова: *фінансова глобалізація, транскордонний рух капіталу, глобальні фінансові активи, світова фінансова криза, сек'юритизація, волатильність фінансових ринків.*

Cherkeziuk D. V., post-graduate student, Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman

TRANSFORMATION OF INVESTMENT PROCESSES IN WORLD CAPITAL MARKETS IN RESPONSE TO FINANCIAL GLOBALIZATION

The essence of the changes in the global financial system under the influence of the latest trends of the international capital markets development have been considered amid financial globalization and volatility of financial markets. Core channels through which financial globalization had contributed to the origination and expansion of the global economic crisis and subsequent years of financial instability with gradual return to sluggish economic growth. Research of global financial assets dynamics has been undertaken in the context of determining global financial depth. The main changes to be implemented by regulatory authorities and institutions in order to develop effective principles of financial system functioning and return to sustainable economic growth have been analyzed. Recommendations have been provided regarding implementation of possible measures in the field of regulatory activity as well as regarding the development of new investment strategies by institutional investors.

Keywords: *financial globalization, cross-border capital flows, global financial assets, world financial crisis, securitization, financial markets volatility.*

Черкезюк Д. В., аспірантка Київського національного економічного університету ім. В. Гетьмана

ТРАНСФОРМАЦІЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ НА МИРОВИХ РИНКАХ КАПІТАЛА ПІД ВПЛИВОМ ФІНАНСОВОЇ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ

Раскрыта сущность изменений в мировой финансовой системе под влиянием последних тенденций развития международных рынков капитала в условиях финансовой глобаллизации и волатильности финансовых рынков. Проанализированы основные каналы влияния финансовой глобаллизации на зарождение и разворачивание мирового экономического кризиса, а также последующих лет финансовой нестабильности с постепенным возвращением к вялому экономическому росту. Проведено исследование динамики роста глобальных финансовых активов в контексте определения уровня глобального финансового проникновения. Проанализированы основные изменения, которые необходимо ввести регуляторным органам и учреждениям с целью развития эффективных принципов функционирования финансовой системы и возвращения к устойчивому экономическому росту. Даны рекомендации по возможным направлениям реализации ряда мероприятий в сфере регуляторной деятельности, а также по разработке новых стратегий осуществления инвестиций институциональными инвесторами.

Ключевые слова: финансовая глобализация, трансграничное движение капитала, глобальные финансовые активы, мировой финансовый кризис, секьюритизация, волатильность финансовых рынков.

Постановка проблеми. Упродовж останніх десятиліть розвиток міжнародних ринків капіталу відбувався під впливом процесів інтеграції та глобалізації. В умовах тісно інтегрованої світової економіки, передових технологій та доступу до нових ринків стрімко активізувалися міжнародні інвестиційні процеси. Фінансова глобалізація, посилюючи транскордонний рух капіталу, одночасно призводила до значних структурних змін у фінансових системах країн, які розробляли та впроваджували стратегії національного розвитку на основі моделі фінансової глобалізації. Неспроможність адекватно оцінити не лише численні переваги міжнародної фінансової відкритості, але й ризики та небезпеки, які за нею стояли, призвела до масштабної світової економічної кризи у 2007–2008 роках. Після десятиліть стійкого зростання вартість глобальних фінансових активів, в тому числі акцій, державних та корпоративних облігацій, сек'юритизованих активів та запозичень, різко знизилася.

У таких умовах нестабільності та волатильності світових фінансових ринків постає необхідність здійснити глибинний аналіз усіх факторів та прихованих явищ, які становлять собою сутність фінансової глобалізації, дослідити її переваги та недоліки як для розвинутих країн, так і для країн, що розвиваються (emerging markets), дослідити картину сучасних напрямів міжнародних інвестиційних потоків, а також тих фінансових інструментів, які стали та претендують стати основними об'єктами вкладень.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідженням недоліків та загроз фінансової глобалізації, а також прогнозуванням її можливих згубних наслідків для подальшого економічного розвитку вчені, передусім представники зарубіжних економічних шкіл, почали займатися ще до перших очевидних проявів її негативної дії у вигляді спалахів регіональних фінансових криз. М. Козе, Е. Прасад, К. Рогофф [1; 2], С. Шмуклер, П. Зоїдо [3] присвячують свої праці передусім аналізу недоліків та ризиків фінансової глобалізації, які вона спричиняє у країнах, що розвиваються, акцентуючи увагу на незрілій стадії розвитку, а отже неготовності фінансових систем даних країн до нових умов, які несе із собою фінансова відкритість та лібералізація. М. Обстфельд та А. Тейлор [4], досліджуючи історичний хід розвитку та становлення глобального ринку капіталу під впливом глобалізації, аналізують її численні теоретичні переваги, але водночас незаперечні негативні ознаки, які проявляються у вигляді згубного ефекту «зараження», коли фінансові негаразди, що спалахують в одній країні, через ряд глобалізаційних важелів поширюються на весь світ. Д. Родрік [5], Ф. Лейн [6] досліджують сучасні тенденції розвитку світової фінансової системи, динаміку фінансової глобалізації, її причетність до спричинення світової фінансової кризи. Вітчизняні дослідження та вчення у сфері фінансової глобалізації та її впливу на інвестиційні процеси за участі України здебільшого виходять із практики та результатів діяльності зарубіжних ринків капіталу, із застосуванням іноземного досвіду в Україні розроблялися політики, спрямовані на збільшення відкритості фінансового ринку та інтенсифікацію транскордонного руху капіталу. Так, питанням фінансової глобалізації та її впливу на розвиток економіки України присвячені праці В. Гейця [7], Ю. М. Уманціва [8], Н. В. Циганкової [9], О. Пересади, Д. Лук'яненка, Ю. Пахомова, Л. В. Стукало та ін.

Мета та завдання. З огляду на дослідження та отримані результати провідних економістів міжнародного рівня та вітчизняних науковців, а також необхідність проведення подальшого аналізу сучасного середовища здійснення інвестиційних процесів та відстеження основних напрямів їх трансформації, основними завданнями в ході даної роботи постають:

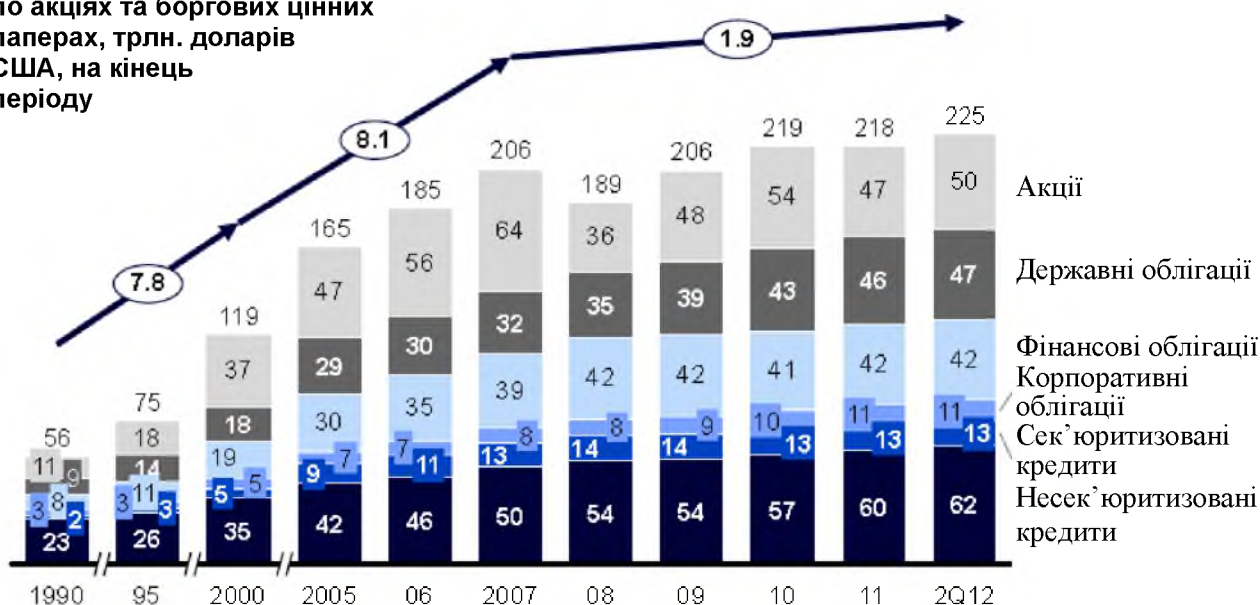
- дослідження останніх тенденцій розвитку глобальних ринків капіталу під впливом фінансової глобалізації;
- виявлення трансформаційних змін в основних напрямках руху інвестиційних потоків, як у географічному аспекті, так і з точки зору об'єктів фінансових вкладень;
- детекція основних каналів, через які фінансова глобалізація призвела до виникнення світової фінансової кризи;

– спроба окреслення напрямів подальшої розбудови світової фінансової системи та поведінки основних учасників інвестиційних процесів в умовах глобальної нестабільності та волатильності фінансових ринків, передусім інституційних інвесторів.

Виклад основного матеріалу. З метою кращого розуміння сучасного стану світової фінансової системи та характеристики розвитку глобальних ринків капіталу доцільно проаналізувати динаміку фінансової глобалізації, починаючи з 1980-х років, коли дане явище зазнало стрімкого поширення під впливом дерегулювання та лібералізації.

Рівень «глобального фінансового проникнення» (global financial depth), тобто вартість світових фінансових активів по відношенню до ВВП, стрімко зростав з 1980-го по 2007 роки, відображаючи розгортання ринку кредитів та ринку цінних паперів. Нові інформаційні технології, платформи інтернет-трейдингу та все більш складні та запутані моделі кредитування дозволяли запроваджувати нові форми надання позик, залучення капіталу та перенесення ризиків. Вартість фінансових активів зростає від 120% від ВВП 1980 року до свого найвищого рівня у 355% від ВВП у 2007 році, що відображено на рис. 1.

Суми, що підлягають виплаті по акціях та боргових цінних паперах, трлн. доларів США, на кінець періоду



Рівень фінансового проникнення (% від ВВП)



Рис. 1. Динаміка зростання глобальних фінансових активів (джерело: [10]).

Щодо географічного розподілу фінансових активів, то гіпертрофованого розвитку вони набули саме у високо розвинутих країнах, досягши показника у 417% від ВВП, тоді як на ринки, що розвиваються (emerging markets), припало 199% від ВВП. Однак ера зростання завершилася. Через чотири роки після кризи вартість світових фінансових активів досягла 225 трлн. дол. США. Проте глобальні фінансові активи зазнали млявого темпу щорічного зростання на 1,9%, порівняно із щорічним зростанням на 7,9% у період з 1990 по 2007 рік. У розрізі фінансових інструментів бачимо, що в посткризовий період продовжував зростати випуск корпоративних облигацій, а кредитування поширювалося в країнах, що розвиваються [10].

Розвитку фінансових ринків можуть сприяти різні джерела. Розширений доступ до кредитування для домогосподарств та підприємств, більше можливостей для лістингових акціонерних компаній на ринку, емісія облигацій для фінансування інфраструктурних проєктів є прикладами здорового розвитку фінансових ринків. Однак розвиток фінансових ринків може спричинятися такими неефективними факторами, як «ефект бульбашки» на ринку цінних па-

перів або нестабільне зростання боргових зобов'язань та рівня левериджу. Загальне зростання вартості фінансових активів не означає автоматичного позитивного впливу на реальну економіку. Одним із основних негативних чинників, що сприяли появі фінансової кризи, став зростаючий рівень левериджу та масштаб самого фінансового сектора. Другим чинником, який сприяв розвитку фінансових ринків в цей період, став стійкий ріст державних зобов'язань по всьому світу. Щорічні обсяги випуску державних облігацій зростали на рівні 7% (до 32 млрд. доларів США). Таке зростання може бути ефективним та сприятливим, але тільки до певного рівня.

Зарубіжні банки та інвестори забезпечують доступ до капіталу, практичного досвіду та конкурентних переваг, які стимулюють фінансовий розвиток, особливо у країнах з його низьким рівнем. Присутність іноземних інвесторів підносить національні фінансові ринки на нові рівні. Крім капітальних вливань у необхідні сфери, вони сприяють розвитку конкуренції, підвищують рівень корпоративного управління та прозорості, накладаючи вищі стандарти щодо кредитування, та виводять локальні компанії на міжнародні ринки капіталу.

Однак певний рівень ризику невід'ємний від факту подібної фінансової відкритості. Експерти з розробки стратегій економічного розвитку повинні зважати на ризики волатильності, зміни валютних курсів та чутливості до раптових змін потоків капіталу при оцінці переваг від отримання ширшого доступу до кредитування та посиленої конкуренції.

У зв'язку з тим, що криза зародилася у країнах з найбільш масштабними, глибокими, складними та заплутаними фінансовими ринками, а згодом поширилася на більшість країн світу, доцільно проаналізувати основні канали, через які фінансова глобалізація призвела до виникнення кризи. Так, Ф. Лейн виділяє такі напрями впливу:

- по-перше, участь іноземних інвесторів (передусім іноземних банків) посилила стрімке зростання ринків цінних паперів із забезпеченням активами в США, які опинилися в центрі зародження ринкової паніки у 2007-2008 роках;

- по-друге, фінансова глобалізація сприяла стрімкому зростанню балансів багатьох банків. Даний процес відбувався на двох рівнях. Що стосується глобально активних банків, то розмір та складність цих банків швидко зростала, що унеможливило здійснення адекватної оцінки їх структури ризику національними регуляторами. Крім того, здатність локальних банків розширювати кредитування через доступ до міжнародних оптових ринків посилила кредитне зростання у багатьох країнах;

- по-третє, зростаюча роль країн, що розвиваються, у світовій фінансовій системі також послабила фінансові ринки. Попит на боргові активи з низьким рівнем ризику у країнах, що розвиваються, та зростаюча пропозиція можливостей інвестування в інструменти власності посприяли та посилили спалах сек'юритизації [6].

Обстфельд зазначає, що економічна теорія не залишає сумнівів щодо наявності потенційних переваг глобальної фінансової торгівлі. Він припускає, що міжнародний ринок капіталу відіграє важливу дисциплінарну роль для політиків, в яких може виникнути спокуса використовувати підконтрольний внутрішній ринок капіталу. Однак, ця «дисциплінарна» роль також тісно пов'язана з серйозними труднощами, які фінансова відкритість породжує в питаннях макроекономічного управління в країнах, що розвиваються, з ринковою економікою – це стан, відомий як «макроекономічна трилема для країн з відкритою економікою». Ця трилема передбачає, що відкритий ринок капіталу позбавляє уряд здатності одночасно змінювати обмінний курс і використовувати грошово-кредитну політику для досягнення інших економічних цілей.

Крім того, виникають додаткові витрати, пов'язані з фінансовою глобалізацією: а) втрата фіскальної автономії, оскільки фінансова відкритість ускладнює оподаткування міжнародно-самостійного капіталу відповідно до праці через конкуренцію за іноземні заощадження за рахунок податкових стимулів; б) негативні ефекти розподілу доходів за рахунок зміни відносних цін факторів, пов'язаних з рухом факторів; в) підвищена сприйнятливість країн-учасниць до фінансової нестабільності, що часто загострюється у період важких фінансових криз [4].

Висновки. Здійснений аналіз останніх тенденцій розвитку світових фінансових ринків та інвестиційних процесів під впливом фінансової глобалізації дає можливість зробити висновок про необхідність докорінних змін підходів до розробки та впровадження політики пода-

льшого розвитку міжнародного фінансового середовища та поведінки основних учасників інвестиційних процесів. Так, зважаючи на фінансову нестабільність та спричинене цим переосмислення принципів регулювання, постає необхідність переходу до практичного здійснення наступних заходів:

- реалізації реформи у сфері регулювання глобального ринку капіталу (розробка фінальної редакції та запровадження Basel III, визначення чіткої процедури транскордонної санації та фінансового оздоровлення банків, розбудова стійких стандартів макропруденційного нагляду);

- розвиток ринків капіталу з метою задоволення попиту на кредит. Задля розбудови національних ринків корпоративних облігацій необхідна наявність стандартизованих рейтингових систем, механізмів клірингу та розрахунків, а також стійкого правового поля;

- створення фінансових механізмів для позичальників з обмеженими можливостями через запровадження нових фінансових посередників та інструментів, що зможуть заповнити наявні прогалини;

- розвитку стабільних транскордонних потоків капіталу через розбудову потужних систем фінансового моніторингу та нагляду при сприянні міжнародній диверсифікації портфелів цінних паперів, усуненні зайвих бар'єрів для іноземної власності та прямого іноземного інвестування, створенні нових каналів (наприклад, взаємних фондів) для роздрібних інвесторів на ринках, що розвиваються, та запровадженні транскордонних механізмів санації фінансових компаній.

Оскільки фінансова глобалізація поставила інституційних інвесторів перед новими викликами в умовах нестабільності та волатильності фінансових ринків, їм очевидно необхідна розробка нових стратегій здійснення інвестицій. Це потребує подальшого вивчення умов, в яких вони опинилися, та розробки чітких рекомендацій щодо їх подальших дій. З огляду на останні тенденції, доцільно виокремити такі аспекти:

- поступова переорієнтація на ринки, що розвиваються, оскільки повільний розвиток економіки став нормою для розвинутих країн в останні роки, а за деякими прогнозами *emerging markets* вироблятимуть 70% глобального ВВП до 2025 року. Обмежені неліквідні фінансові ринки в країнах, що розвиваються, залишатимуться бар'єром для іноземних інституційних інвесторів. Надання прямого фінансування країнам, що розвиваються, через боргові інструменти та інструменти власності допоможе обійти дану проблему. Фонди прямих інвестицій є одним із методів прямого інвестування в країни, що розвиваються, надаючи перспективним компаніям окрім необхідного капіталу, ще й доступ до провідного світового досвіду;

- інституційним інвесторам необхідно буде ідентифікувати фінансові інструменти категорії «альфа», тобто такі що не піддаються кореляції з активними ринковими змінами. Для інвесторів, які застосовують потужний кількісний підхід, привабливим буде впровадження ринково-нейтральних стратегій, що сприятимуть хеджуванню довгих та коротких позицій. Інша група інвесторів може на основі аналізу та інтерпретації інформації в певних секторах економічної діяльності ідентифікувати недооцінені компанії та виявляти можливості їх потенційного зростання в майбутньому;

- інституційним інвесторам, в яких наявні пули «терплячого» капіталу, доцільно розглянути можливість забезпечення довгострокового фінансування для країн, що розвиваються. За деякими підрахунками до 2020 року дев'ять провідних економік світу потребуватимуть довгострокових інвестицій у розмірі 18,8 трлн. дол. США щорічно з метою досягнення середнього рівня економічного зростання [10]. За умови ефективних стратегічних змін, інституційні інвестори, наприклад, пенсійні фонди та фонди державного майна (*sovereign wealth funds*), зможуть оперувати новими преміями за ліквідність, отримуючи додаткові доходи від надання довгострокового фінансування.

Таким чином, результати аналізу трансформаційних змін на світових ринках капіталу призводять до переосмислення подальших дій, як з боку регуляторних органів та установ, так і з боку безпосередніх учасників ринку, передусім банків та інституційних інвесторів. Загалом, це повинно проявитися у переході до нових принципів здійснення транскордонного руху капіталу в умовах прозорого та ефективного правового поля з уникненням крайнощів як у вигляді повернення до консервативної надмірної зарегульованості, так і у продовженні колишніх темпів лібералізації і надмірної відкритості та неконтрольованості фінансових потоків.

Література

1. Kose M. IMF Working Paper 2006: Financial Globalization: A Reappraisal [Electronic Resource] / Kose M., Prasad E., Rogoff K. et al. – Mode of access: http://scholar.harvard.edu/files/rogoff/files/imf_wp_06_189.pdf.
2. Prasad E. IMF Board Document 2003: Effects of Financial Globalization on Developing Countries [Electronic Resource] / Prasad E., Rogoff, K., Wei S. et al. — Mode of access: <http://www.imf.org/external/pubs/nft/op/220/>
3. Schmukler S. World Bank Policy Research Report 2006: Financial Globalization, Crises, and Contagion Globalization [Electronic Resource] / Schmukler S., Zoido P., Halac M. – Mode of access: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.200.3215&rep=rep1&type=pdf>.
4. Obstfeld M., Taylor A. Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth / Obstfeld M., Taylor A. – United Kingdom: Cambridge University Press, 2004. – 372 p.
5. Rodrik D. IMF Staff Paper 2009: Why Did Financial Globalization Disappoint? [Electronic Resource] / Rodrik D., Subramanian A. – Mode of access: <http://www.sss.ias.edu/files/pdfs/Rodrik/Research/Why-Did-Financial-Globalization-Disappoint.pdf>.
6. Lane P. Financial Globalization and the Crisis [Electronic Resource] – Mode of access: <http://www.bis.org/events/conf120621/lane.pdf>.
7. Уманців Ю., Ємець В. Фінансова глобалізація: основні детермінанти та особливості прояву // Банківська справа. – 2007. – №5. – С. 47–64.
8. Уманців Ю. М. Економічна конкуренція в умовах фінансової глобалізації // Міжнародні фінанси. – 2009. – №10. – С. 95–106.
9. Циганкова Н. В. Реорганізація банків в умовах фінансової глобалізації // Міжнародні фінанси. – 2008. – №4 (39). – С. 106–112.
10. Lund S., Daruvala T., Dobbs R. et al. (2013) Financial globalization: Retreat or Reset. Global Capital Markets. McKinsey Global Institute.
11. Bordo M. (2000) The Globalization of International Financial Markets: What Can History Teach Us? Paper prepared for the conference “International Financial Markets: The Challenge of Globalization”. – Retrieved from <http://www.imf.org/external/pubs/nft/op/220/>

Стаття надійшла до редакції 20.12.2013 р.