

УДК 351

МІЖНАРОДНА ФІНАНСОВА СИСТЕМА: ІСТОРІЯ, АКТУАЛЬНІ ФАКТОРИ ТА ТЕНДЕНЦІЇ РОЗВИТКУ

Л. Л. Лазебник, д. е. н., доцент, Київський національний університет імені Тараса Шевченка, larisa_lazebnik@mail.ru

У статті досліджується історія розвитку світового фінансового ринку та особливості регулятивної складової глобальної фінансової системи. Виявлені актуальні фактори у становленні міжнародного фінансового ринку й окреслені найхарактерніші тенденції розвитку міжнародних фінансових відносин.

Ключові слова: фінансова глобалізація, міжнародна фінансова система, міжнародний фінансовий ринок, транскордонна фінансова інтеграція, фінансовий актив, фінансовий інструмент.

Постановка проблеми. В останні роки інтерес науковців до фінансової проблематики підвищений. Це пояснюється тим, що фінансова криза стала важливим випробуванням для фінансової моделі глобалізації.

Десятиліття до початку світової фінансової кризи були відзначені стрімким зростанням транскордонної фінансової інтеграції порівняно з іншими сегментами глобальної економіки. За твердженням фахівців Банку міжнародних розрахунків [1] характерною масштабу фінансової глобалізації може бути співвідношення між сумою іноземних активів і зовнішніх зобов'язань та ВВП (міжнародна фінансова позиція). За їхніми підрахунками значення цього показника у групі розвинутих країн зросло з 68,4% у 1980 р. до рівня в 438,2% у 2010 році. Протягом цього періоду були дві фази прискорення, в середині 1990-х і в 2004–2007 рр., та спад у 2008 р., відновлений в 2009–2010 роках.

Хоча у країнах з емерджентними ринками значення цього показника істотно нижчі – 34,9% у 1980 р. та 71% у 2010 р., проте динаміка також присутня. А враховуючи, що за даними Mckinsey Global Institute темпи зростання фінансових ринків у країнах, що розвиваються, в кілька раз вищі, порівняно із розвиненими країнами (найбільшими темпами зростання в 2000 – 2011 рр. харак-

теризувалися фондові ринки Індії (23% у середньому за рік) і Китаю (20,8%), у той час як у США середньорічний приріст фондового ринку становив 5,2%, а в Японії – 2,4%) [2, с.3], там існують чудові перспективи для розширення транскордонних фінансових позицій.

Вищезазначене дає підстави для постановки питання про перспективи подальшого розвитку міжнародних фінансових відносин. Чи стане фінансова криза 2007–2008 рр. та її нинішній етап, що розгортається в Європі, завершенням фінансового типу глобалізації? Чи можливо, це була лише чергова фаза циклу, адже вже в 2011 р. обсяг світового фінансового ринку досяг 212 трлн. дол. США, що на 10 трлн. дол. США більше докризового максимуму, зафіксованого в 2007 р. [2, с.2].

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Особливостям функціонування світових фінансів приділяли увагу такі зарубіжні економісти, як А. Гринспен, М. Кастельс, П. Кругман, Ф. С. Мишкин, А. Сен, Дж. Стиглиц. У вітчизняній науковій літературі світову фінансово-банківську систему досліджували Я. В. Белінська, Т. П. Богдан, В. В. Зимовець, Д. Г. Лук'яненко, Ю. В. Макогон, С. В. Міщенко, С. В. Науменкова, А. С. Філіпенко. Безумовно, їх вклад в дослідження транскордонних фінансових відносин вагомий, проте складність та багатоаспектність поставленої проблеми дає підстави для

подальших наукових пошуків.

Формулювання мети статті. Мета статті полягає у визначенні особливостей регулятивної складової глобальної фінансової системи на основі дослідження історії розвитку світового фінансового ринку.

Виклад основного матеріалу. В останні роки інструменти та взаємовідносини на світовому фінансовому просторі набули складних форм, сформувавши такий феномен, як світова фінансова система, яка впливає не тільки на світову економіку, а й на національні господарства.

Термін «світова фінансова система» різні автори трактують не одноманітно, причому відмінністю у поглядах є масштаби охоплення предмету тлумачення. Ми підтримуємо позицію російського дослідника В. М. Шуилова [3, с.27–28], який розглядає світову фінансову систему в найбільш широкому розумінні, причому не в одній площині, а в декількох: з позиції об'єктно-предметної сфери, функціональної (йдеться про всі різновиди інструментів, які перебувають в обігу) сфери, інституційно-суб'єктної та регулятивної.

Ядро світової фінансової системи формує глобальний фінансовий ринок. На нашу думку, варте уваги визначення світового фінансового ринку З. Боді та Р. Мертон як сукупності ринків та інших інститутів, які використовуються для укладання фінансових контрактів, обміну активами та ризиками і забезпечують переміщення економічних ресурсів у часі, просторі та від однієї галузі до іншої [4, с.38]. Тобто, світовий фінансовий ринок – це глобальний ринок без урахування державних кордонів, на якому купуються і продаються різноманітні фінансові активи: кредитні, валютні, фондові, деривативи та дорогоцінні метали. Міжнародний фінансовий ринок надає його учасникам більше можливостей, порівняно з національними ринками, за рахунок різниці в регулюючих нормах. У учасників з'являється можливість уникнути обмежень, запроваджених на національних ринках – допустимого переліку фінансових інструментів або обсягу фінансування, несприятливих умов залучення чи розміщення коштів, неоптимального оподаткування тощо.

Про сучасні масштаби розвитку міжнародного фінансового ринку свідчать дані

МВФ, представлені на рис. 1 і 2.

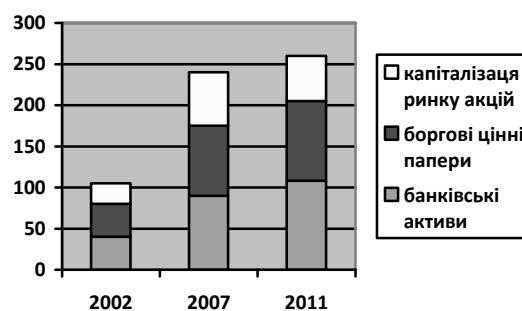


Рис. 1. Розмір глобального фінансового ринку, млрд. дол. США [5, с.82]

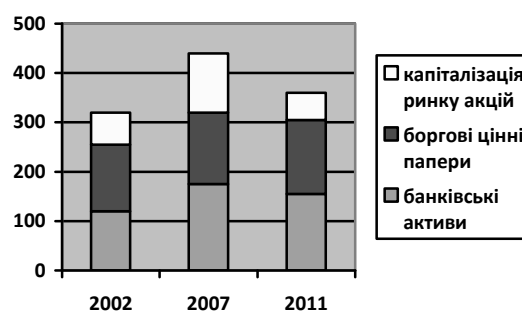


Рис. 2. Розмір глобального фінансового ринку, % до ВВП [5, с.82]

Як видно, фінансова система зростає в номінальному вираженні (рис.1), але дещо скоротилася у 2011 р. порівняно з докризовим 2007 р. по відношенню до світового ВВП (рис. 2). Крім того, змінилися відносні розміри компонент, з яких складається світовий фінансовий ринок: зростання боргових цінних паперів випереджало зростання капіталізації ринків акцій та активів банків¹.

Формуванню фінансової моделі глобалізації сприяли:

- фінансові інновації;
- лібералізація національних фінансових ринків, за допомогою якої владні структури суверенних держав прагнули підвищити свою конкурентоспроможність.

Історично першим міжнародним фінансовим інструментом був міжнародний банківський кредит. Явище міжнародного кредиту-

¹ Така диспропорція пояснюється, зокрема, і тим, що статистика боргових цінних паперів включає і державні цінні папери, частина яких була безпосередньо пов'язана з фінансовою підтримкою під час кризи.

вання охоплювало операції кредитування між банками різних країн або між банками і позичальниками (вкладниками) з різною державною приналежністю.

На основі міжнародного банківського кредиту виник синдикований кредит. Порівняно з класичними кредитами синдиковані кредити надавали позичальникам додаткові можливості. Це пов'язано з тим, що двосторонні кредити в більшості випадків були пов'язані з торговим фінансуванням, тобто спрямовані на фінансування клієнтських зовнішньоторговельних угод. Щодо синдикованих кредитів, то вони в основному не прив'язувалися до фінансування торгівлі банка-позичальника.

Ускладнення ризиків і потреба в нових підходах до управління ними сприяли появі нових, складно структурованих фінансових інструментів. Йдеться про ноти, пов'язані з кредитом, кредитно-дефолтні свопи, кредитний брокеридж, депозитарні розписки, кола-тералізовані боргові зобов'язання тощо. Індустрія фінансового інжинірингу розробляє й продукує нові фінансові інструменти, метою яких є уникнення державного контролю і регулятивних обмежень. Завдяки застосуванню нових комбінацій передусім з деривативами та похідними фінансовими інструментами процес створення нових фінансових продуктів набув перманентного характеру. Особливою продуктивністю в генерації інноваційних різновидів фінансових деривативів виділяється спекулятивний сегмент фінансового ринку. Буквально кожні півроку на ньому з'являються нові види інструментів, які отримують власне найменування [6, с.12].

Розвиток фінансових інновацій спричинив виникнення євродоларів та євrorинків в 50-і рр. ХХ ст., становлення офшорних фінансових центрів, регулярне створення нових фінансових інструментів, внаслідок чого фінанси перестали виконувати тільки функцію обслуговування реального сектору економіки і набули самостійного значення.

Євроринок виник в середині 50-х рр. ХХ ст. Його формуванню сприяла стурбованість соціалістичних країн, насамперед СРСР, пошуком сприятливих умов і мінімальних ризиків розміщення офіційних доларових резервів.

Керівники цих країн не хотіли розміщувати долари на американському ринку через побоювання блокування або заморожування цих сум внаслідок серйозного політичного конфлікту. Звідси – виникнення ідеї вкладати ці долари поза територією США, до європейських банків (або розташованих у Європі), що додавало операції більшої політичної надійності, оскільки здійснений таким чином міжнародний внесок (або євродепозит) не підпадав під американську юрисдикцію. Насправді, це була лише ілюзія захисту, проте вона сприймалась як очевидна істина протягом більш ніж двадцяти років.

Коли європейські банки (євробанки) приймали внески в доларах (євродоларах) від своїх клієнтів із Східної Європи, вони давали їх в борг іншим позичальникам, які бажали забезпечити себе американською валютою. Виконуючи традиційну роль посередника, євробанки сприяли виникненню ринку євродоларів. Джерелом коштів були євродепозити або депозитні євросертифікати, в той час як їх використання здійснювалось у формі позик або євrokредитів.

Становлення ринку євровалют прискорили три події. Першою була заборона уряду Великої Британії в 1957 р. британським банкам фінансувати торгівлю нерезидентів. Однак банки почали використовувати наявні доларові кошти для фінансування своїх іноземних клієнтів. Британський уряд міг би зупинити розвиток цього доларового фінансування, але усвідомив вигоду від перетворення Лондона на провідний євродоларовий ринок.

Другою подією стало повернення в 1958 р. Німеччини, Франції та Італії до конвертованості валют при формуванні спільного ринку ЄС. Це означало, що їх резиденти могли розміщувати свої доларові заощадження в комерційних банках за конкурентними процентними ставками замість здавати їх до центральних банків.

Третьою подією було введення Федеральною резервною системою США обмежень щодо процентних нарахувань на депозити у внутрішніх банках країни. Ці обмеження спричинили вплив доларових депозитів до Європи з метою одержання більших доходів. Позиція Лондона як центру міжнародного розрахункового ринку далі зміцнювалася за-

вдяки припливу іноземних кредиторів і позичальників у 60–70-х рр. ХХ ст.

Ще одного сильного поштовху розвитку євrorинку дало зростання цін на нафту, ініційоване ОПЕК в 1973–1974 рр. та в 1978–1980 рр. (розмір євrorинку за період 1974–1981 рр. збільшився з 221 млрд. дол. США до 1155 млрд. дол. США) [7, с.66].

Через зростання цін на нафту арабські країни-члени ОПЕК нагромадили величезні доларові суми (в результаті нафтової кризи активне сальдо торговельного балансу країн-членів ОПЕК за 1974–1981 рр. збільшилось до 320 млрд. дол. США). Вони побоювались вкладати свої гроші в американські банки та їх європейські філії, щоб уряд США не конфіскував їх. Натомість ці країни розміщували свої вклади в лондонських банках, що збільшувало пропозицію євродоларів.

В цей період відбувається стрибкоподібне зростання обсягів емісії короткострокових боргових інструментів на євrorинку. Особливо швидке зростання – на ринку єврооблігацій. Проте найбільш вражаючими темпами розвивається ринок похідних фінансових інструментів, що виник в кінці 70-х рр. ХХ ст. Сумарне значення найбільш розповсюджених з них, процентних свопів та опціонів і валютних свопів за позиками, перевищило 40 трлн. дол. США до кінця 2000-х рр., що було в десятки разів більше за рівень 1980-х рр. А в 2010 р. вартість деривативів, що перебували в обігу, Банком міжнародних розрахунків оцінювалась в 708 трлн. дол. США, що перевищувало більш ніж удесятеро обсяг світового ВВП [8, с.12].

Хоча євrorинок помилково вважається малорегульованим ринком, у дійсності він є вузькоспеціалізованим оптовим ринком, який спочатку пов'язував американських емітентів, що забезпечували своє боргове фінансування за рахунок європейських інвесторів і який з часом привернув до себе увагу емітентів з інших країн і розширив перелік цінних паперів, які продавалися на ньому, за рахунок похідних фінансових інструментів і акцій. Використовуючи розбіжності у фіскальних і правових характеристиках ділових операцій між США та Європою, учасники євrorинку майстерно обходили норми формального національного регулю-

вання. Американські регулюючі органи звернули увагу на характер угод, але оскільки угоди здійснювались в Європі, їх вирішили не чіпати. Європейські ж регулюючі органи звернули увагу на громадянство емітентів, і так як неєвропейські емітенти не підпадали під дію регулюючих норм євrorинку, то проти них не було здійснено ніяких дій. Євrorинок процвітав на «нічийних зонах» регулюючого законодавства [9, с.290].

Очевидно, вищенаведені тенденції надзвичайно стрімких темпів розвитку світового фінансового ринку впливали на уряди країн, сприяючи скороченню масштабів державного втручання у механізм дії внутрішнього ринку та лібералізації транскордонного руху капіталу. Таким чином, фінансова глобалізація сприяла неухильному падінню національних правових бар'єрів для міжнародних фінансових потоків. На рис. 3 показана еволюція індексу лібералізації транскордонних операцій з капіталом, розробленого фахівцями Банку міжнародних розрахунків. Більше обмежень на операції, що відображаються у фінансових рахунках платіжного балансу, було скасовано в країнах з розвиненою економікою. У країнах з економікою, що розвиваються, господарюючі суб'єкти працювали у більш жорстких правових рамках, але й там тенденція до лібералізації є очевидною.

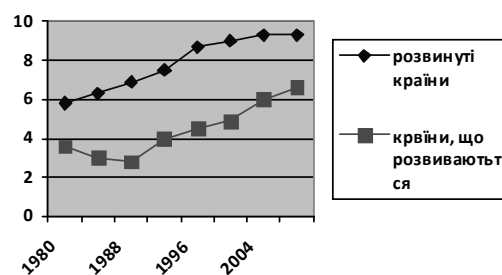


Рис. 3. Динаміка індексу лібералізації операцій за капітальними рахунками (у розвинутих країнах та країнах, що розвиваються) [1, с.28]

Проте регулювання світової фінансової системи здійснюється не тільки на національному, але й на міжнародному рівні. Незважаючи на те, що специфікою регулятивної надбудови досліджуваної системи є значущість саме національної складової, фінансова кри-

за 2007–2008 рр. виявила прогалини і в універсальній складовій регулятивного покриття світової фінансової системи. Йдеться про недостатнє міжнародне співробітництво у сфері фінансового регулювання з метою координації і узгодженості зусиль національних регуляторів.

Основи сучасного міжнародного регуляторного механізму фінансової сфери – в його універсальному розрізі – були закладені півтора століття назад зі створенням в 1865 р. так званого Латинського монетного союзу. Уже тоді в ході міжнародної торгівлі виник конфлікт стратегічних інтересів провідних держав щодо національних грошових систем. Проблема полягала в тому, щоб знайти і юридично закріпити погоджений на багатосторонньому рівні спосіб співвідношення однієї національної валюти стосовно іншої, що дало б можливість забезпечити платежі й розрахунки у відносинах міжнародного характеру.

Розвиток міжнародного співробітництва у сфері фінансового регулювання має відбуватися з урахуванням наступних вимог, які поставила остання фінансова криза, і багато експертів вбачають саме в цьому ключ до оздоровлення світової фінансової системи:

- посилення інформативності. Йдеться як про повноту та коректність звітної інформації, відповідальність за надання якої покладається на національні статистичні служби, так і про оперативність та відкритий доступ до інформації з боку всіх зацікавлених учасників світової фінансової системи;

- удосконалення фінансово-банківського нагляду (масштаби запозичення коштів, міра концентрації ризиків в системних установах);

- уніфікації, що знаходить свій прояв в узагальненні чинних наднаціональних стандартів, регуляторних і наглядових інструментів фінансового регулювання та їх адаптації до національних фінансових систем.

Швидкість інновацій на ринку фінансових послуг, неспівставна з повільним темпом переговорів і ратифікації міжнародних договорів, спричинила те, що в сучасних умовах недержавні організації і формування, створені спільно приватним і державним секторами,

розробляють багато нових правил і регулюючих норм поведінки для універсальної складової регулятивної надбудови світової фінансової системи. Формула правил фінансової глобалізації, таким чином, змінилась від її традиційного вигляду: міждержавні «договори → кодекси правил поведінки» до нової послідовності: «кодекси правил поведінки → міждержавні договори» [9, с.285].

Висновки. Підведемо підсумки дослідження розвитку світової фінансової системи:

- світова фінансова система представляє собою цілісну єдність об'єктно-предметної сфери, функціонально-інструментальних засобів взаємодії, інституціонально-суб'єктної складової та регулятивної надбудови. Ядро світової фінансової системи формує глобальний фінансовий ринок без урахування державних кордонів, на якому перебувають в обігу різноманітні фінансові активи;

- хоча зародження світового фінансового ринку припадає на початок ХХ ст., потужним імпульсом для його розвитку стало виникнення євродоларів та євrorинків в 50-і рр. ХХ ст. та регулярне створення нових фінансових інструментів, внаслідок чого фінанси перестали виконувати лише функцію обслуговування реального сектору економіки і набули самостійного значення;

- лібералізація міжнародних фінансових відносин, яка проявляється у скороченні меж національно-державного втручання в економіку та розширенні свободи дій її учасників, принесла як позитивні, так і негативні наслідки. В якості позитиву відзначимо зростання обсягів транскордонних потоків капіталу. Негативним є посилення взаємозалежності фінансових систем різних країн та спроможність локальних криз підірвати фінансову стабільність в інших державах;

- стрімкий розвиток фінансових інновацій уможливує продукування нових фінансових інструментів, метою яких є уникнення державного контролю і регулятивних обмежень. Завдяки їх поєднанню з розвитком інформаційних технологій відбувається урізноманітнення функціонально-інструментальних засобів світової фінансової системи та старіння розроблених правил й норм, що визначають їх використання;

- тенденція до гармонізації та уніфікації

є дуже важливою рисою сучасного етапу розвитку світової фінансової системи в частині її регулятивної надбудови. При цьому для досягнення максимальної ефективності регулювання особливе значення має вдосконалення технологій регулювання та взаємна координація фінансових політик держав.

Література

1. Philip R. Lane. Financial Globalisation and the Crisis. Bank for International Settlements, Working Papers, December 2012, – № 397. URL: <http://www.bis.org/publ/work397.pdf>
2. Roxburgh Ch., Lund S., Piotrovski J. Mapping global capital markets 2011. // Updated Research. McKinsey Global Institute. August 2011. URL: http://www.mckinsey.com/mgi/reports/freepass_pdfs/Mapping_global_capital_markets/Capital_markets_update_email.pdf.
3. Шумилов В. М. Международное финансовое право: учеб. / Шумилов В. М.. – М.: Междунар. отношения, 2005. – 432 с.

4. Боди З. Финансы / Боди З., Мертон Р. К. – М.: Издательский дом «Вильямс». 2007. – 592 с.
5. Global financial stability report. International Monetary Fund, Restoring Confidence and Progressing on Reforms. October 2012. URL: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2012/02/pdf/text.pdf>
6. Лук'янов В. Ринок деривативів та похідних фінансових інструментів: інноваційні різновиди / В. Лук'янов // Банківська справа. – 2013. – № 4. – С.11–21.
7. Шмелёв В. В. Рынок евровалют – ключевое звено международной валютно-финансовой системы / В. В.Шмелёв. // 2001. – № 3. – С.65–73
8. OTC derivatives market activity in the first half of 2011. // Bank for International Settlements, November 2011. URL: http://www.bis.org/publ/otc_hy1111.pdf
9. Калли Дж., Маджнони Дж. Гармонизация регулирующих функций и глобализация финансов // Глобализация и национальные финансовые системы / Под ред. Дж. А. Хансона, П. Хонохана, Дж. Маджнони. Пер. с англ. – М.: Издательство «Весь Мир», 2005. – 320 с.

В статье показана история развития мирового финансового рынка и особенности регулятивной составляющей глобальной финансовой системы. Выявлены актуальные факторы в становлении международного финансового рынка и очерчены тенденции развития международных финансовых отношений.

Ключевые слова: финансовая глобализация, международная финансовая система, международный финансовый рынок, трансграничная финансовая интеграция, финансовый актив, финансовый инструмент.

The world market history and the features of the regulatory component of the global financial system are examined. Relevant factors in the development of international financial markets are identified and the most typical trends of international financial relations are outlined.

Keywords: financial globalization, international financial system, international financial markets, cross-border financial integration, financial asset, financial instrument.

Рекомендовано до друку д. е. н., проф. Пилипенко Ю. І.