

**Кузнецов О. В.,**

кандидат економічних наук,  
старший науковий співробітник Інституту світової економіки  
і міжнародних відносин НАН України

## ПОСТКРИЗОВА ТРАНСФОРМАЦІЯ ГЛОБАЛЬНОГО ФІНАНСОВОГО СЕРЕДОВИЩА

*Проаналізовано напрями трансформації глобального фінансового середовища у посткризовий період. Досліджено перспективи інтеграції країн з ринками, що розвиваються, у глобальну фінансову систему. Обґрунтовано необхідність розширення кола резервних валют за рахунок валют країн, що найбільш динамічно розвиваються.*

**Ключові слова:** ринки, що розвиваються, акції, облігації, резервна валюта, міжнародні резерви.

За оцінками багатьох експертів, однією з ключових тенденцій перебудови глобальної фінансової системи у посткризовий період стане послідовне зміцнення позицій країн з ринками, що формуються. За умови збереження існуючого розриву у темпах економічного зростання між країнами, що розвиваються, та розвинутими країнами Китай має змогу у найближчі 5–7 років випередити США за обсягом ВВП, а Індія – Японію і вийти на третє місце у світі. Утім наближення розміру ВВП країн, що розвиваються, до рівня індустриальних розвинутих країн не означатиме автоматичної втрати останніми контролю за міжнародними фінансовими ринками та ключовими резервними валютами.

Аналізу процесів трансформації глобального фінансового середовища під впливом процесів фінансової глобалізації присвячено численні праці вітчизняних та зарубіжних науковців, насамперед Б. Айхенґріна, Ф. Бергстена, А. С. Гальчинського, В. М. Гейця, З. О. Луцишин, Р. Манделла, Ю. М. Пахомова, М. В. Петрова, Д. Є. Плисецького, О. В. Плотникова, М. Е. Прохорової, Н. Рубіні, Дж. Сороса, Дж. Стіґліца, А. С. Філіпенка, М. Л. Хазіна, О. М. Шарова, В. І. Якуніна та ін.

Мета пропонованого дослідження – проаналізувати напрями трансформації глобального фінансового середовища у посткризовий період у контексті розвитку окремих сегментів міжнародних фінансових ринків та перспектив інтеграції країн, що розвиваються, у глобальну фінансову систему, що є адекватною їхньому зростаючому економічному потенціалу.

Швидке економічне зростання у світі впродовж 2003–2007 рр. дало поштовх розвитку внутрішніх ринків капіталу в країнах, що розвиваються, та країнах з перехідною економікою. За даними МВФ, лише у 2002–2007 рр. загальна ємність їхніх фінансових ринків збільшилася більш ніж утричі, до 47 трлн дол. США. Відношення обсягів фінансових ринків до ВВП зросло з 204,7 до 272,2 %. Водночас у розвинутих країнах цей показник у 2007 р. залишався істотно вищим: у США – 445 %; у зоні євро – 557,6; в Японії – 546,6 %. Швидке зростання національних фінансових ринків дало можли-

вість країнам, що розвиваються, та країнам з перехідною економікою лише за п'ять передкризових років подвоїти свою частку у загальному обсязі світових фінансових активів, яка сягнула майже 20 %. У 2007 р. на них припадало близько третини капіталізації глобального ринку акцій і п'ята частина усіх банківських активів у світі. Водночас їхня частка на глобальному ринку боргових цінних паперів, хоча й підвищилася більш як у 1,5 раза, усе ж залишалася незначною, особливо у сегменті корпоративних зобов'язань. Як зазначають російські економісти М. Петров та Д. Плисецький, така ситуація пов'язана передусім з характерною для більшості країн, що розвиваються, та країн з перехідною економікою структурою фінансування національних компаній, в якій, незважаючи на значний прогрес фондових ринків, переважає банківське кредитування<sup>1</sup>.

Слід зауважити, що сучасна трансформація світового фінансового середовища відбувається, зокрема, під впливом таких тенденцій: збільшення міжнародних капіталопотоків у формі резервних активів; розвиток міжнародних ринків акцій, облігацій та банківського кредитування; реформування світової фінансової "архітектури"; формування регіональних валютних угруповань<sup>2</sup>.

Розглянемо детальніше особливості кожної із зазначених тенденцій.

*Збільшення міжнародних капіталопотоків у формі резервних активів.* У передкризові роки поряд із зростанням обсягів залучених іноземних інвестицій країни, що розвиваються, та постсоціалістичні країни значно збільшили експорт фінансових ресурсів. У 2000–2007 рр. він зріс приблизно у шість разів, сягнувши, за даними МВФ, до 3 трлн дол. США. Якщо імпорт майже повністю складав приватний капітал, то експорт капіталу здійснювали головним чином державні структури. Близько 40–50 % інвестицій з цих країн було пов'язано з розміщенням їхніх офіційних валютних резервів<sup>3</sup>. Станом на червень 2010 р. розмір міжнародних резервів сягнув 8,4 трлн дол. США. Таким чином, відбувається масштабний і тривалий приплив капіталу з країн, що розвиваються, у фінансові активи заможних країн, зокрема в облігації США. На думку економічного оглядача газети "Financial Times" М. Вульфа, це створює великий ризик для стабільності міжнародної фінансової системи, оскільки у багатих країн сьогодні вже вичерпані сфери для розміщення цих ресурсів<sup>4</sup>.

*Розвиток міжнародних ринків акцій, облігацій та банківського кредитування.* Світова фінансова криза призвела до значного падіння вартості ринків акцій. У 2008 р. капіталізація глобального ринку акцій знизилася на

<sup>1</sup> Петров М. В. Трансформація глобальних фінансов / М. В. Петров, Д. Е. Плисецький // МЭ и МО. – 2010. – № 7. – С. 4–6.

<sup>2</sup> Кузнецов О. В. Валютна інтеграція в умовах фінансової глобалізації: реалії і перспективи України / О. В. Кузнецов // Україна і світове господарство: взаємодія на межі тисячоліть: навч. посіб. ; за ред. А. С. Філіпенка. – К.: Либідь, 2002. – С. 383.

<sup>3</sup> Петров М. В. Трансформація глобальних фінансов / М. В. Петров, Д. Е. Плисецький // МЭ и МО. – 2010. – № 7. – С. 8.

<sup>4</sup> Wolf M. What are the Priorities for Global Reform? / M. Wolf // Financial Times. – 2010. – 13 Sep. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://blogs.ft.com/martin-wolf-exchange/2010/09/13/what-are-the-priorities-for-global-reform>.

46 % – з 60 до 32,6 трлн дол. США, кількість первісних розміщень акцій на біржах (IPO) зменшилася наполовину, а обсяг глобальних операцій злиття та поглинань – на третину.

У 2009 р. світовий обсяг непогашених міжнародних облігацій становив 27 трлн дол. США. Міжнародний ринок облігацій є оптовим ринком, на якому близько 90 % облігацій перебувають у портфелях інституційних інвесторів, таких як страхові компанії, пенсійні та взаємні фонди. Як пропорція ВВП світовий ринок облігацій збільшився з 80 % наприкінці 1980-х років до 158 % у 2009 р.<sup>5</sup>

За даними Банку міжнародних розрахунків, у 2008 р. загальний обсяг зовнішнього фінансування, який був залучений країнами, що розвиваються, та країнами з перехідною економікою шляхом випуску міжнародних облігацій, розміщення акцій серед іноземних інвесторів і організації синдикованих кредитів склав 572,3 млрд дол. США, скоротившись порівняно з 2007 р. майже на 40 %.

Поряд зі скороченням обсягів надходження фінансових ресурсів відбулося істотне подорожчання вартості зовнішніх запозичень для країн, що розвиваються. За півтора року, з III кв. 2007 р. до кінця 2008 р., значення спреда “EMBI Global” зросло у чотири рази, зі 181 до 724 базисного пункту (б. п.), а “пік” було досягнуто 24 жовтня 2008 р. – 891 б. п. Найвищі спреди, що фактично зупинили рух іноземного капіталу в національну економіку, встановилися за облігаціями України (2771 б. п.), Аргентини (1704 б. п.), Венесуели (1864 б. п.) та деяких інших країн<sup>6</sup>. Інтегральний індекс “MSCI Emerging Markets”, який відбиває динаміку капіталізації ринків акцій 22 провідних держав з ринками, що розвиваються, і перехідною економікою, знизився у 2008 р. на 55 % й засвідчив найзначніше падіння цього індикатора з початку його розрахунку у 1987 р.

На відміну від фондових ринків банківський сектор у більшості країн, що розвиваються, в умовах кризи функціонував достатньо стабільно. У трьох найбільших державах – КНР, Індії та Бразилії – темпи зростання банківських активів, власного капіталу та обсягів кредитування становили у 2008–2009 рр. не менше 15–20 %. Така стабільність була головним чином пов’язана зі значною автономністю банківського сектора цих держав, що забезпечувалося низькою часткою іноземних активів і джерел фінансування у балансах національних банків. Так, у Бразилії частка транскордонних зобов’язань у пасивах депозитних інститутів в останні роки становила 4–5 %, в Індії та Китаї – менше 1 %<sup>7</sup>.

*Реформування світової валютно-фінансової “архітектури”.* У 1980–90-х роках обсяги операцій на міжнародних валютних ринках швидко зростали.

---

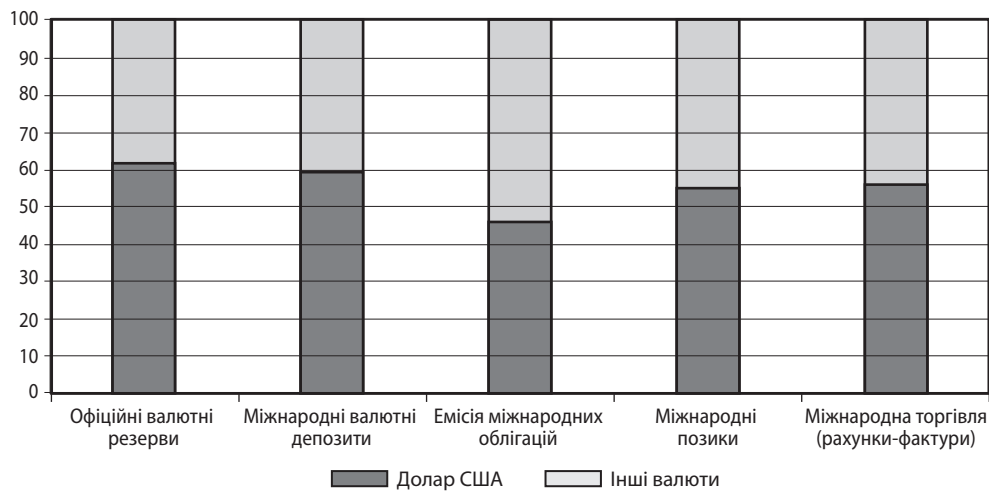
<sup>5</sup> Bond Markets 2010 / TheCityUK. – 2010. – Jun. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ifsl.org.uk/media/156879/bond%20markets%202010.pdf>.

<sup>6</sup> Петров М. В. Трансформація глобальних фінансов / М. В. Петров, Д. Е. Плисецкий // МЭ и МО. – 2010. – № 7. – С. 11.

<sup>7</sup> Петров М. В. Трансформація глобальних фінансов / М. В. Петров, Д. Е. Плисецкий // МЭ и МО. – 2010. – № 7. – С. 13.

Так, якщо в середині 1980-х років щоденний обсяг угод з валютою у світі складав приблизно 330 млрд, то у середині 2009 р. він сягнув 2,9 трлн дол. США. Серед валютних бірж світу перше місце належить Лондону – 36 % світової валютної торгівлі (1995 р. – 30 %). Наступні місця посідають Нью-Йорк – 14 % (16 %), Токіо – 7 % (10 %), Сінгапур – 6 % (7 %)⁸.

Слід наголосити, що домінуюча роль на світових валютних ринках належить долару США. Незважаючи на посилення використання євро в міжнародних фінансових операціях та наслідки світової фінансової кризи, позиції долара США як ключової резервної валюти залишаються напрочуд міцними. На кінець 2009 р. на нього припадало 62,1 % офіційних міжнародних валютних резервів, 60 % міжнародних валютних депозитів, 46 % емісій міжнародних облігацій, 55 % міжнародних позик (рисунок). Поза межами США знаходилося 78 % доларової готівки, водночас поза межами Євросоюзу – лише 20–25 % євроготівки⁹. За даними компанії “Independent Strategy”, частка долара у розрахунках світової торгівлі становить 26 проти 29 %, що припадають на євро, 56 % рахунків-фактур у зовнішній торгівлі виставлено у доларах США (в євро – 23 %)¹⁰.



**Рисунок. Частка долара США в офіційних валютних резервах, міжнародних валютних депозитах, емісії міжнародних облігацій, міжнародних позиках, міжнародній торгівлі (виставлення рахунків-фактур) на кінець 2009 р., %**

Складено за даними: The International Role of the Euro // European Central Bank. – 2010. – Jul. – P. 11–29 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/euro-international-role201007en.pdf>; Doomsday for US Dollar? // Independent Strategy. – 2009. – 27 May. – P. 2.

<sup>8</sup> BIZ: Finanzplatz London Dominiert den Devisenhandel // Frankfurter Allgemeine Zeitung. – 1999. – 11 May; International Financial Markets in the UK // International Financial Services London. – 2010. – May. – P. 3.

<sup>9</sup> The International Role of the Euro // European Central Bank. – 2010. – Jul. – P. 11–29 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/euro-international-role201007en.pdf>.

<sup>10</sup> Doomsday for US Dollar? // Independent Strategy. – 2009. – 27 May. – P. 2.

Світова фінансова криза 2007–2010 рр. зумовила значну критику на адресу МВФ та актуалізувала вимоги світової спільноти щодо реформування міжнародної валютно-фінансової системи з метою підвищення стабільності глобальних капіталопотоків.

У червні 2010 р. була опублікована доповідь ООН “World Economic and Social Survey 2010”, в якій автори звернули увагу на необхідність створення у світі нової глобальної резервної системи, що не буде заснована на доларі США як єдиній ключовій резервній валюті. “Долар показав, що він не є стабільним засобом збереження вартості як необхідного елемента стабільної резервної валюти”, – йдеться у доповіді. Автори зазначають, що останніми роками країни, що розвиваються, постраждали від падіння вартості долара: “Почасти через необхідність застрахуватися від нестабільних товарних ринків і фінансових потоків багато країн, що розвиваються, акумулювали значні доларові резерви”. Вони виступають за заміну долара спеціальними правами запозичення (СПЗ) Міжнародного валютного фонду (міжнародним резервним активом, який складається з кошика валют). Вони наголошують, що нова резервна система “має забезпечувати більш ефективний розподіл резервів на регіональному та міжнародному рівнях і не повинна базуватися на одній валюті або навіть декількох національних валютах, а має дозволити емісію міжнародної ліквідності (наприклад, СПЗ) для створення більш стабільної глобальної фінансової системи ... Такі емісії міжнародної ліквідності можуть також сприяти фінансуванню інвестицій у довгострокове стійке зростання”<sup>11</sup>.

Нині у світі домінують чотири валюти, що мають неофіційний статус резервних: долар США, євро, фунт стерлінгів і єна. У цих валютах здійснюється понад 80 % розрахунків у світовій торгівлі, а також деноміновано близько 95 % офіційних резервів та світових фінансових активів. Водночас сьогодні грошові одиниці навіть найбільших держав з ринками, що розвиваються, у тому числі БРІК, по суті, є внутрішніми валютами, які практично не використовуються у міжнародних торговельних та фінансових операціях. За даними Банку міжнародних розрахунків, сукупна частка валют цих держав в обігу світового валютного ринку у 2007 р. не перевищувала 7 %, а частка окремих країн, за винятком Мексики та Південної Кореї, становила менше 1 % (таблиця). Для порівняння на долар США у 2009 р. припадало 90,2 % обсягу міжнародної валютної торгівлі; євро – 41,3; єну – 17; фунт стерлінгів – 15 % (при визначенні часток валют виходимо з того, що загальний обсяг операцій з продажу і купівлі валюти становить 200 %)<sup>12</sup>.

Інтернаціоналізація валют країн з ринками, що розвиваються, стримується обмеженістю конвертованості їхніх валют, операцій, пов’язаних із

---

<sup>11</sup> World Economic and Social Survey 2010: Retooling Global Development / Department of Economic and Social Affairs. – N.Y., 2010. – P. XXII.

<sup>12</sup> The International Role of the Euro / European Central Bank. – 2010. – Jul. – P. 24 [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/euro-international-role201007en.pdf>.

Таблиця

**Частка національних валют провідних країн з ринками, що формуються,  
в обігу світового валютного ринку, %**

Країна	2000	2004	2007
Китай	0,01	0,10	0,48
Індія	0,25	0,35	0,69
Бразилія	0,45	0,25	0,36
Мексика	0,86	1,15	1,28
Південна Корея	0,84	1,20	1,11
ПАР	0,97	0,77	0,93
Польща	0,54	0,40	0,79
Угорщина	0,02	0,21	0,29
Таїланд	0,16	0,20	0,21
Туреччина	0,04	0,12	0,16

Джерело: *Петров М. В.* Трансформація глобальних фінансов / М. В. Петров, Д. Е. Плисецький // МЭ и МО. – 2010. – № 7. – С. 17.

міжнародним рухом капіталу, відносною слабкістю внутрішніх валютно-фінансових ринків, високим рівнем інфляції.

На думку російських дослідників М. Петрова та Д. Плисецького, найбільший потенціал для створення нової резервної валюти має Китай. Це зумовлено тим, що у 2009 р. Китай посів друге місце у світі за обсягом ВВП (за паритетом купівельної спроможності), має 9-відсоткову частку у загальносвітовому обсязі експорту, потужний платіжний баланс і високу курсову стабільність юаня, низький рівень інфляції, високу ємність внутрішнього фінансового ринку (у 2009 р. обсяг активів банківського сектора сягнув 11,5 трлн дол. США; ринку боргових цінних паперів – 2,4 трлн дол. США), найбільший у світі обсяг міжнародних резервів у розмірі 2,4 трлн дол. США на початку 2010 р.<sup>13</sup>

Однак, на думку відомого американського економіста, професора Каліфорнійського університету Б. Айхенгріна, для набуття юанем статусу резервної валюти необхідно виконати низку умов: забезпечити його зовнішню конвертованість та повну конвертацію операцій за рахунком капіталів, підвищити прозорість та відкритість фінансових ринків Китаю для іноземних інвесторів, приватизувати державні банки, посилити повноваження фінансових регуляторів, стабілізувати монетарну та фіскальну політику, перейти від моделі фінансування бізнесу за рахунок банківських кредитів до моделі фінансування через фондову біржу, припинити практику фіксації валютного курсу юаня до долара, створити можливості для торгівлі деномінованими в юанях облігаціями не тільки на внутрішньому ринку Китаю, а й для іноземних інвесторів<sup>14</sup>.

<sup>13</sup> *Петров М. В.* Трансформація глобальних фінансов / М. В. Петров, Д. Е. Плисецький // МЭ и МО. – 2010. – № 7. – С. 17.

<sup>14</sup> *Eichengreen B.* The Dollar Dilemma: The World's Top Currency Faces Competition / B. Eichengreen // Foreign Affairs. – 2009. – Vol. 88. – № 5. – P. 66–67.

*Формування регіональних валютних угруповань.* Можливим напрямом зміцнення позицій країн з ринками, що формуються, у світовій фінансовій системі є запровадження ними наднаціональних валют у межах міждержавних об'єднань регіонального характеру. Створення Європейського валютного союзу з єдиним наддержавним органом регулювання монетарної політики посилило дискусії в академічних колах та на міждержавному рівні щодо перспективного впровадження спільних валют у найбільших регіональних торгових блоках, таких як НАФТА, АСЕАН та МЕРКОСУР<sup>15</sup>. Наприклад, Азіатський банк розвитку з 2006 р. веде підготовку до створення єдиної азіатської валюти на зразок євро – АКЮ. У проєкті беруть участь 13 країн: Японія, Китай, Південна Корея та 10 країн АСЕАН – Бруней, Камбоджа, Індонезія, Лаос, Малайзія, М'янма, Філіппіни, Сінгапур, Таїланд та В'єтнам. Передбачається, що першим етапом може стати фіксація АКЮ й прив'язка до неї національних валют. Ініціатива запровадження єдиної валюти проробляється країнами у Перській затоці, де чотири держави – Саудівська Аравія, Бахрейн, Кувейт та Катар, що входять до складу Ради співробітництва арабських держав Перської затоки, навесні 2009 р. підписали угоду про єдину валюту. Як зазначає М. Е. Прохорова, запровадження кількох спільних валют планується також в Африці, зокрема, у межах Східноафриканського співтовариства – митного союзу п'яти країн Східної Африки: Бурунді, Кенії, Руанди, Танзанії, Уганди та Західноафриканської валютної зони, до якої входять Гамбія, Гана, Гвінея, Нігерія, Сьєрра-Леоне<sup>16</sup>. Останнім часом у засобах масової інформації поширюються відомості також про плани створення спільної валюти у межах НАФТА (амеро). Проте жодних офіційних повідомлень щодо імплементації таких планів поки що не озвучувалося.

Вплив поточної фінансової кризи на фінансову систему більшості країн з ринками, що формуються, не виявився таким негативним, як цього можна було очікувати з огляду на досвід попередніх криз. На відміну від криз попередніх років банківський сектор цих країн вистояв і зберіг достатньо стабільну динаміку. Проте панування у валютній сфері залишається одним з головних факторів збереження провідних позицій розвинутих країн у міжнародних фінансах, що дає їм змогу контролювати основні глобальні потоки капіталу. Фінансова криза актуалізувала питання формування справжньої багатополлярної глобальної фінансової системи. Однак для цього, на думку російських дослідників М. Петрова та Д. Плисецького, країнам, що розвиваються, потрібна реалізація активнішої політики за такими напрямками: просування власних валют або створення колективних валют, що

---

<sup>15</sup> *Andrade J. P.* Monetary Policies within the MERCOSUR / *J. P. Andrade, M. L. F. Silva, F. G. Carneiro* // *Economia Aplicada*. – 2000. – Vol. 4. – № 2. – P. 223–251; *Bayoumi T.* On Regional Monetary Arrangements for Asean / *T. Bayoumi, B. Eichengreen, P. Mauro* // *Centre for Economic Policy Research: Discussion Paper*. – 2000. – № 2411. – Apr. – 56 p.

<sup>16</sup> *Прохорова М. Е.* Сучасні підходи до формування новітньої архітектури світової валютної системи / *М. Е. Прохорова* // *Науковий вісник Інституту міжнародних відносин НАУ. Серія : Економіка, право, політологія, туризм*. – 2010. – Вип. 1. – С. 64.

уможливило б подолання залежності від США та інших розвинутих держав; створення власних великих міжнародних фінансових центрів, здатних конкурувати і спрямовувати на потреби національної економіки транскордонні потоки капіталу; розширення експансії національних фінансових інститутів (включаючи суверенні інвестиційні фонди) на зовнішні ринки для обстоювання фінансово-економічних інтересів своїх країн; зміцнення позицій у провідних міжнародних фінансових організаціях і форумах, що беруть участь у розробці базових принципів роботи на світових ринках капіталу<sup>17</sup>.

---

<sup>17</sup> *Петров М. В.* Трансформация глобальных финансов / М. В. Петров, Д. Е. Плисецкий // МЭ и МО. – 2010. – № 7. – С. 15–16.