

7. **Constâncio V.** The nature and significance of Banking Union [Electronic resource] / Vítor Constâncio // Speech at the conference «Financial Regulation: Towards a global regulatory framework?» (London, 11 March 2013). – Mode of access: <http://www.ecb.int/press/key/date/2013/html/sp130311.en.html>

8. **Schoenmaker D.** The Financial Trilemma / Dirk Schoenmaker // Economics Letters. – 2011. – Vol. 111. – p. 57 – 59; Duisenberg School of Finance – Tinbergen Institute Discussion Papers No. TI 11–019 / DSF 7.

9. **Wyplosz C.** Banking union as a crisis–management tool [Electronic resource] / C. Wyplosz C. – Mode of access: <http://www.voxeu.org/article/banking-union-crisis-management-tool>

10. **Huertas T. F.** Banking Union: What Will It Mean for Europe? / Thomas F. Huertas // LSE Financial Markets Group Paper Series. – 2012. – Special Paper 213. – 7 p.

## REFERENCES

Constancio, V. "The nature and significance of Banking Union". <http://www.ecb.int/press/key/date/2013/html/sp130311.en.html>

Halushko, Yu. P. "Monetarnyi instrumentarii postkryzovoho vidnovlennia" [Monetary instruments of post-crisis recovery]. *Biznes Inform*, no. 9 (2012): 265–268.

Huertas, T. F. "Banking Union: What Will It Mean for Europe?". *LSE Financial Markets Group Paper Series*, 2012.

James, H. *Making the European Monetary Union Cambridge*: Belknap Press of Harvard University Press, 2012.

Padoa-Schioppa, T. "Lecture at the London School of Economics, Financial Markets Group on 24 February 1999". <https://www.ecb.int/press/key/date/1999/html/sp990224.en.html>

Shemet, T. S. "Fynansovo-bankivskyi sektor iak dzhe-relo zahroz bezpeky: hlobalnyi aspekt" [Finance and banking sector as a source of security threats: the global dimension]. <http://www.economy.nayka.com.ua/index.php?operation=1&iid=1903>

Schoenmaker, D. "The Financial Trilemma". *Economics Letters*, vol. 111. (2011): 57–59.

Vives, Kh. "Restructuring Financial Regulation in the European Monetary Union". *Journal of Financial Services Research*, no. 19(1) (2001): 57–82.

Vives, Kh. "The Supervisory Function of the European System of Central Banks". *Giornale degli Economisti e Annali di Economia*, vol. 51, no. (9–12) (1992): 523–532.

Wyplosz, C. "Banking union as a crisis–management tool". <http://www.voxeu.org/article/banking-union-crisis-management-tool>

УДК 336.76

# ОЦІНКА РОЗВИТКУ ФІНАНСОВИХ РИНКІВ У КРАЇНАХ ЦЕНТРАЛЬНОЇ ТА СХІДНОЇ ЄВРОПИ В ПЕРІОД ТРАНСФОРМАЦІЇ

КАСІЯН Є. В.

УДК 336.76

## Касіян Є. В. Оцінка розвитку фінансових ринків у країнах Центральної та Східної Європи в період трансформації

У даній статті досліджено розвиток фінансових ринків перехідних економік Центральної та Східної Європи як важливого фактора, що впливає на економічне зростання. У статті також звертається увага на особливості фінансових реформ спрямованих на створення ефективних фондових ринків та їх результативність. Автором зроблено оцінку рівня розвитку ринків цінних паперів у країнах Центральної та Східної Європи в контексті їхніх якісних характеристик таких як глибина, ефективність і стабільність, показано рівень інтеграції у міжнародні ринки капіталу та проведено порівняльну характеристику із розвинутими сусідніми країнами–членами Європейського Союзу. Також у статті досліджено основні недоліки та проблеми розвитку фінансових ринків у цих державах, окреслено перспективи їх розвитку у посткризовий період.

**Ключові слова:** країни ЦСЄ, фінансова система, трансформація, приватизація, фондовий ринок, боргові цінні папери.

**Табл.:** 6. **Бібл.:** 15.

**Касіян Євген Володимирович** – аспірант, кафедра міжнародного економічного аналізу та фінансів, Львівський національний університет ім. І. Франка (вул. Університетська, 1, Львів, 79000, Україна)

**E-mail:** yevhenkasiyan@gmail.com

УДК 336.76

## Касіян Е. В. Оценка развития финансовых рынков в странах Центральной и Восточной Европы в период трансформации

В данной статье исследовано развитие финансовых рынков переходных экономик Центральной и Восточной Европы как важного фактора, влияющего на экономический рост. В статье также обращается внимание на особенности финансовых реформ направленных на создание эффективных фондовых рынков и ее результативность. Автором сделана оценка уровня развития рынков ценных бумаг в странах Центральной и Восточной Европы в контексте их качественных характеристик таких как глубина, эффективность и стабильность, показан уровень интеграции в международные рынки капитала и проведена сравнительная характеристика с развитыми соседними странами – членами Европейского Союза. Также в статье исследованы основные недостатки и проблемы развития финансовых рынков в этих государствах, намечены перспективы их развития в посткризисный период.

**Ключевые слова:** страны ЦВЕ, финансовая система, трансформация, приватизация, фондовый рынок, долговые ценные бумаги

**Табл.:** 6. **Библ.:** 15.

**Касіян Євгеній Владімирович** – аспірант, кафедра міжнародного економічного аналізу та фінансів, Львівський національний університет ім. І. Франка (вул. Університетська, 1, Львів, 79000, Україна)

**E-mail:** yevhenkasiyan@gmail.com

UDC 336.76

## Kasiyan Ye. V. Assessment of Development of Financial Markets in Central and Eastern European Countries During the Period of Transformation

The article studies development of financial markets of transition economies of Central and Eastern Europe as an important factor that influences economic growth. The article also draws attention to specific features of financial reforms directed at creation of efficient stock markets and its productivity. The author makes assessment of the level of development of the securities markets in the countries of Central and Eastern Europe in the context of their qualitative characteristics, such as depth, efficiency and stability. The author also shows the level of integration into international markets of capital and conducts comparison with developed neighbouring countries – members of European Union. The article also studies main shortcomings and problems of development of financial markets in these states and sets prospects of their development in the post-crisis period.

**Key words:** CEE countries, financial system, transformation, privatisation, stock market, debt securities

**Tabl.:** 6. **Bibl.:** 15.

**Kasiyan Yevgen V.** – Postgraduate Student, Department of International Economic Analysis and Finance, Ivan Franko National University of Lviv (вул. Universytetska, 1, Lviv, 79000, Ukraine)

**E-mail:** yevhenkasiyan@gmail.com

Світова фінансова криза 2008 р. підкреслила важливу роль фінансової системи в розвитку реального сектора економіки та для досягнення поставлених цілей макроекономічної політики кожної держави. Для перехідних економік Європейського Союзу це стало важливим уроком, що показав недоліки фінансового розвитку, і досвідом, котрий потрібно брати до уваги при проведенні подальших фінансових реформ. Однією з ключових проблем, що виникла в період кризи, була залежність фінансової системи від зовнішнього капіталу західних банків, котрим на лежить близько 80% активів банківського сектора країн Центральної та Східної Європи (далі ЦСЄ). Фінансові системи цих країн є континентального типу, де ключову роль у фінансовій системі відіграє банківський сектор, для якого характерний високий рівень концентрації, тому існують певні фінансові ризики, пов'язані з вразливістю перед зовнішніми шоками. Розвиток фінансових ринків може частково компенсувати цю вразливість, створюючи альтернативні, внутрішні джерела капіталу, що пом'якшуватимуть зовнішні шоки. Протягом усього процесу трансформації фінансових систем країнами ЦСЄ було вжито багато заходів для формування ефективних фінансових ринків, зокрема, фондових ринків, що мали створити альтернативу банківській системі, котра на початковому етапі трансформації була неефективною та завантаженою безнадійними кредитами колишніх державних підприємств. Аналіз основних досягнень країн ЦСЄ у формуванні фінансових ринків буде корисним для подальшого прийняття рішень, щодо визначення ефективності проведення фінансових реформ, зокрема дане питання буде цікаве і для України, фінансова система якої також проходить подібні трансформаційні процеси.

*Метою* даної статті є оцінка рівня розвитку фінансових ринків у країнах ЦСЄ, здійснення їхньої порівняльної характеристики та визначення основних недоліків і проблем розвитку фінансових ринків у цих державах.

У західній економічній думці питанню розвитку фінансових ринків у перехідних економіках та їх ролі у економічному розвитку держави приділяли увагу такі економісти, як Е. Дерміргук-Кунт, Р. Левін [1, 5], Дж. Фінк [2], Е. Золі [3], М. Болінг, Ф. Лірман [4] та інші. Серед вітчизняних науковців, що досліджували розвиток фінансових ринків у перехідних економіках, слід виділити роботи О. А. Голубцової [9], С. Л. Котлярова [10], І. О. Лютого [11], О. В. Сніжко [12], І. О. Школьника [13], О. В. Баулат [15] та ін. Зокрема значна частина аналітичного матеріалу та емпіричних даних, що стосується фінансового розвитку, міститься у звітах Світового банку та Міжнародного Валютного Фонду.

Відповідно до економічної теорії розвинута фінансова система складається з фінансових інституцій банківського та небанківського типу та фінансових ринків, які взаємодіють між собою, зазвичай, складним чином, з метою залучення коштів для інвестицій і забезпечення роботи механізмів фінансування комерційної діяльності, у тому числі платіжних систем, і виконання інших важливих функцій фінансової системи. Роль фінансових установ у цій системі полягає, насамперед, у посередництві між тими, хто надає кошти, і тими, хто потребує кош-

тів, і, як правило, пов'язана з трансформацією ризиків і управлінням ними. Зокрема, для депозитної установи цей ризик виникає внаслідок його ролі в перетворенні термінів погашення, коли його зобов'язання зазвичай носять короткостроковий характер, наприклад, депозити до запитання, а його активи мають більш тривалий термін погашення і часто є неліквідними.

Фінансові ринки служать механізмом взаємодії різних суб'єктів, у рамках якого відповідно до встановлених правил ведення діяльності може здійснюватися купівля-продаж фінансових вимог і який може полегшити управління ризиком та його перетворення. Вони також відіграють важливу роль у визначенні ринкових цін. Існують різні види фінансових ринків залежно від характеру вимог, що обертаються на них, у тому числі грошові ринки, ринки облігацій, ринки інструментів участі в капіталі, ринки похідних інструментів, ринки біржових товарів і валютний ринок.

У сучасній економічній думці довгий час існувала полеміка з приводу того, котра складова фінансової системи відіграє важливішу роль у фінансовому розвитку та його значимості для економічного зростання. У багатьох дослідженнях порівнюються банковоорієнтовані фінансові системи Німеччини, Японії та ринковоорієнтовані фінансові системи США та Англії. Р. Левін пише у своїй роботі, що не є важливим те, котрими каналами буде надходити капітал, а важлива загальна ефективність функціонування фінансової системи [5, с. 3 – 6]. Р. Мертон та Б. Зві у своїх дослідженнях розглядають еволюцію фінансової системи як інноваційну спіраль, де організовані ринки та фінансові посередники конкурують у статичному плані, але доповнюють одне одного з позиції динаміки [6, с. 14]. Сьогодні банки та фінансові ринки конкурують між собою, пропонуючи подібні продукти та використовуючи подібні фінансові інструменти, більше того, існує цілий ряд доказів тому, що фінансові продукти, створені фінансовими посередниками, переходять у арсенал фінансових ринків. Таким чином, розвиток фінансових ринків сприяє розвитку усїєї фінансової системи та покращенню її ефективності функціонування.

Сьогодні існує достатня кількість емпіричних досліджень, що показують важливу роль фінансових ринків у економічному та фінансовому розвитку:

- 1) ліквідність фондового ринку має позитивний вплив на акумуляцію капіталу, зростання продуктивності праці, а також поточні та майбутні темпи економічного зростання [7];
- 2) у цілому, економічна теорія передбачає, що фондові ринки сприяють довгостроковому економічному зростанню шляхом розвитку спеціалізації, придбання та розповсюдження інформації, а також мобілізації заощаджень у більш ефективний спосіб сприяючи інвестиціям [8];
- 3) дослідження також показали, що в міру того, як країни стають багатшими, фондові ринки стають більш активними і ефективними по відношенню до банківських установ [1];
- 4) ринки облігацій отримали мало уваги з боку емпіричних досліджень, проте останні дослідження показали, що ринки облігацій відіграють важливу роль у

фінансовому розвитку та ефективному розподілі капіталу [2];

5) похідні ринки цінних паперів також є важливим аспектом цього напрямку, тому що вони можуть значно поліпшити диверсифікацію ризиків і ризик менеджмент. Розвиток ринку похідних інструментів може підвищити довіру міжнародних інвесторів і фінансових інституцій і заохочення цих агентів для участі в них [4, с. 53 – 58].

Одним із важливих завдань, які вирішувалися урядами країн ЦСЄ в процесі системної трансформації, стало формування національних ринків цінних паперів, що відіграють важливу роль в акумуляції капіталу для інвестицій у реальний сектор економіки, сприяючи таким чином раціональному розміщенню фінансових ресурсів. Важливим періодом для формування основи фінансових ринків є період 1990-х років, де було проведено цілий ряд структурних реформ, що мали сприяти формуванню ефективного фінансового сектора, котрий на початку 90-х років був представлений неефективною однорівневою банківською системою.

Першим кроком на шляху до створення фінансових ринків стала приватизація. Мета і завдання приватизації та управління об'єктами державної власності для країн ЦСЄ були практично однаковими, проте методи та інструменти, що використовувалися при проведенні фінансових реформ, значно відрізнялися. У польській практиці, наприклад, значна увага приділялася передприватизаційним заходам і підготовці підприємств, в Угорщині увагу було зосереджено на залученні іноземного капіталу. При цьому в країнах ЦСЄ було використано змішані схеми, що об'єднали еквівалентні й нееквівалентні методи трансформації державної власності у приватну. Найбільш поширеною була програма рівного доступу до власності, за допомогою ваучерів. При цьому схеми ваучерної приватизації мали свої відмінності. Більшість програм приватизації передбачали створення інститутів-посередників, які представляли б інтереси власників на конкретних підприємствах. Також значно відрізнялася природа приватизаційних фондів, порядок їх формування та права. Наприклад, у Чехії й Словаччині було дозволено створення приватних фондів, що конкурували між собою за одержання від населення ваучерів в обмін на акції фондів. На відміну від чеської, румунська і польська програми передбачали створення ряду інвестиційних фондів посередників, штат яких призначався спостережними радами, обраними урядом. У Румунії акції фондів розподілялися між громадянами, без проведення аукціонів. Проте фонди виявилися малопридатними для сприйняття сигналів ринку і перетворилися на державні холдингові компанії [9, 10].

Фондові ринки країн ЦСЄ на початку трансформаційного періоду мали на меті підвищити бюджетні доходи та ефективність великих підприємств в умовах ліберальної економіки. У загальному період 1990-х років можна умовно назвати періодом формування умов для розвитку фінансових ринків. Відсутність ефективної інституціональної структури, несприятливі макроекономічні умови та кризове середовище робили фінансові ринки в цей період неефективними, неліквідними і

високоризикованими для інвестицій, проте основу для їхнього розвитку країнам ЦСЄ було сформовано.

Наступний період розвитку фінансового сектора країн ЦСЄ характеризується значним прогресом у ефективності функціонування фінансових посередників. Фінансова глобалізація, євроінтеграція та політика фінансової лібералізації відіграють ключову роль у процесі розвитку фінансових ринків та фінансових інституцій. Починаючи з 2000 р. і до фінансової кризи 2008 р., ринки цінних паперів зробили значний ривок у своєму розвитку. У першу чергу це стосується фондових ринків, глибина яких за цей період зросла у декілька раз.

Ключовими показниками, що характеризують глибину фондового ринку, є *показник капіталізації фондового ринку та загальна вартість торгованих акцій у абсолютному та відносному вимірі*. Ринкова капіталізація, або ринкова вартість котованих компаній, – це ціна акції, помножена на кількість акцій в обігу. Котовані вітчизняні компанії – це включені в домашній ринок компанії, які зареєстровано на фондових біржах країни на кінець року. До котованих компаній не включаються інвестиційні компанії, взаємні фонди та інші колективні інвестиційні механізми. Показник загальної вартості торгованих акцій доповнює коефіцієнт ринкової капіталізації, указуючи, чи торгівля відповідає розмірові ринку. Аналізуючи динаміку цих показників за період з 2000 по 2011 рр., можна виділити два періоди з двома різними трендами (табл. 1). Для докризового періоду характерне інтенсивне зростання на фондових ринках, для посткризового характерний спад і скорочення обсягів торгів. Капіталізація фондових ринків країн ЦСЄ у докризовий період зросла у декілька разів, за винятком Естонії. Значна частина польських, чеських та угорських компаній, що брали участь у залученні акціонерного капіталу, отримали крос-лістинг на міжнародних фондових біржах. Найвищі показники капіталізації по відношенню до ВВП на кінець 2007 р. мали Болгарія – 51%, Польща – 48%, Словенія – 61%, Чехія – 41%, Угорщина – 35%. Проте ці показники залишалися нижчими у порівнянні з іншими країнами – членами Європейського Союзу. Так, у 2007 р. капіталізація фондового ринку Греції у відношенні до ВВП складала близько 87%, Іспанії – 125%, Португалії – 57%, Німеччини – 63%, Великобританії – 137%. Капіталізація фондового ринку України у 2007 р. складала 78% від ВВП [14].

Що стосується капіталізації фондового ринку в абсолютних величинах, то безумовним лідером залишається Польща, для якої цей показник у 2007 р. складав 207 322 млн дол. США, тоді як ринкова капіталізація найближчого конкурента – Чехії складала лише 73 420 млн дол. США (див. табл. 1). Проте, порівнюючи з розвинутими економіками ЄС, цей показник є зовсім невеликий. Так, для грецького фондового ринку цей показник складав у 2007 р. 264 942 млн дол. США, для іспанського – 1,8 трлн дол. США, французького – 2,7 трлн дол. США, для України цей показник складав 111 760 млн дол. США. Тому з позиції глибини розвиток фондових ринків перехідних економік ЄС залишається на низькому рівні в порівнянні з розвинутими країнами.

## Капіталізація фондових ринків країн ЦСЄ

Країна	Капіталізація фондового ринку (у % від ВВП)			Капіталізація фондового ринку (у млн дол. США)		
	2000	2007	2011	2000	2007	2011
Болгарія	4,78	51,75	15,42	617	21 793	8 253
Естонія	32,53	27,45	7,27	1 846	6 037	1 611
Латвія	7,19	10,82	3,81	563	3 111	1 076
Литва	13,89	25,92	9,54	1 588	10 134	4 075
Польща	18,26	48,74	26,87	31 279	207 322	138 246
Румунія	2,89	26,54	11,79	1 069	44 925	21 197
Словаччина	4,24	8,29	4,93	1 217	6 971	4 736
Словенія	12,75	61,22	12,77	2 547	28 963	6 326
Угорщина	25,91	35,01	13,41	12 021	47 651	18 773
Чехія	18,71	40,67	17,67	11 002	73 420	38 352

Джерело: База даних Світового банку.

Фінансова криза значно потрясла фондові ринки країн ЦСЄ, а їхня капіталізація впала у декілька разів, порівнюючи 2007 р. з 2011 р., нівелювавши попередні досягнення.

Поряд із показником капіталізації для оцінки глибини фондових ринків використовується *показник загальної вартості торгованих акцій* за певний період, що говорить про активність на фондовому ринку. Цей показник доповнює коефіцієнт ринкової капіталізації, указуючи, чи торгівля відповідає розмірові ринку. Аналізуючи відносні та абсолютні величини цього показника, можна говорити про те, що розвиток фондових ринків та їхня активність залишаються на дуже низькому рівні. Так, найвищий показник загальної вартості торгованих акцій є у Польщі, який складав відповідно 84 568 млн дол. США у 2007 р. і 95 894 млн дол. США у 2011 р., що говорить про швидке відновлення активності фондового ринку в цій країні (табл. 2). У порівнянні з розвинутими країнами цей рівень активності залишається досить низьким. Так, у проблемній Греції загальна вартість

торгованих акцій по відношенню до ВВП складала 50% у 2007 р. і близько 9% у 2011 р., у абсолютних величинах цей показник складав 151 534 млн дол. США і 24 712 млн дол. США відповідно. Порівнюючи з показниками ринкової капіталізації, можна говорити про слабку активність фондових ринків країн ЦСЄ.

Однією з важливих характеристик розвитку фондових ринків є їхня ефективність. Одним із показників, що характеризують ефективність фондових ринків, є *показник оборотності фондового ринку*. Коефіцієнт оборотності – це загальна вартість акцій, торгованих протягом указанного періоду, поділена на середню ринкову капіталізацію за цей період. Цей показник характеризує ліквідність ринку. Порівнюючи оборотність фондових ринків ЦСЄ із розвинутими країнами, можна побачити, що ліквідність цих ринків залишається також на низькому рівні. За даними Світового банку для розвинутих фондових ринків, коефіцієнти оборотності фондового ринку у докризовий 2007 р. і посткризовий 2011 р. складали 64% та 47% у Греції, 190% та 129% у Іспанії, 180% та 135%

Таблиця 2

## Активність фондових ринків країн ЦСЄ

Країна	Загальна вартість торгованих акцій (у % від ВВП)			Загальна вартість торгованих акцій (млн дол. США)		
	2000	2007	2011	2000	2007	2011
Болгарія	0,45	13,05	0,49	58	5 498	264
Естонія	5,75	9,53	1,10	326	2 096	243
Латвія	2,91	0,49	0,18	228	140	51
Литва	1,77	2,62	0,57	202	1 024	245
Польща	8,54	19,88	18,64	14 631	84 568	95 894
Румунія	0,64	4,78	1,78	236	8 095	3 203
Словаччина	3,12	0,04	0,47	896	30	452
Словенія	2,33	5,74	1,03	465	2 713	512
Угорщина	26,19	34,90	13,92	12 150	47 497	19 490
Чехія	11,19	23,23	7,13	6 582	41 934	15 471

Джерело: База даних Світового банку.

у Німеччині, 270% та 138% у Великобританії. Найбільш ліквідними ринками серед перехідних економік ЦЄС залишаються фондові ринки Польщі, Угорщини, Чехії. Ліквідність фондового ринку Польщі у 2011 р. перевищила докризовий рівень. Український фондовий ринок за рівнем ліквідності значно відстає від своїх сусідів, коефіцієнт оборотності у 2011 р складав лише 14%, у докризовий період – лише 4%. Що стосується кількості вітчизняних компаній, чії акції котуються на фондових біржах, то для більшості країн ЦЄС спостерігалася тенденція до скорочення, за винятком Польщі, де кількість вітчизняних котованих компаній зросла до 757 у 2011 р. (табл. 3).

Ще одним із показників, що характеризує стабільність та чутливість фондового ринку, є *показник волатильності дохідності національного фондового індексу*. У нашому випадку волатильність фондового індексу є 360-денним стандартним відхиленням дохідності національного фондового індексу. Для розвинутих фондових ринків Великобританії та США у докризові роки цей по-

казник складав 10 – 15 відсотків. Із *табл. 4* видно, що фінансова криза 2008 р. значно потрясла фондові ринки країн ЦЄС, при цьому дещо вища волатильність у кризовий період була характерна для більш розвинутих ринків Польщі, Угорщини, Чехії (див. табл. 4).

Розвиток ринків боргових цінних паперів країн ЦЄС, у порівнянні з розвинутими країнами ЄС, також залишаються на відчутно нижчому рівні, особливо це стосується зобов'язань приватного сектора. Так, для розвинутих економік ЄС вартість внутрішніх боргових зобов'язань приватного сектора, що включає довгострокові облигації, комерційні цінні папери та інші короткострокові боргові цінні папери, складала від 30 до 60% від ВВП у 2010 р., тоді як серед країн ЦЄС найвищий показник мала Чехія – лише 13% від ВВП (табл. 5). Що стосується величини державних боргових зобов'язань по відношенню до ВВП, то у розвинутих економіках ЄС цей показник також складає від 40 до 60%, у США цей показник у 2010 р. складав 70%, у Японії 200%.

Таблиця 3

Показники розвитку фондових ринків ЦЄС

Країна	Коефіцієнт оборотності фондового ринку (у %)			Кількість вітчизняних компаній котованих на біржі		
	2000	2007	2011	2000	2007	2011
Болгарія	8,72	34,24	3,39	503	369	393
Естонія	17,95	34,94	12,57	23	18	15
Латвія	47,82	4,82	4,42	64	41	32
Литва	14,84	10,07	5,03	54	40	33
Польща	48,09	47,46	58,39	225	328	757
Румунія	24,27	20,83	11,95	5555	2096	1267
Словаччина	78,66	0,48	10,18	493	153	81
Словенія	19,67	12,29	6,5	38	87	66
Угорщина	85,75	106,04	83,86	60	41	52
Чехія	57,74	68,73	38,01	131	32	15

Джерело: База даних Світового банку.

Таблиця 4

Стабільність фондових ринків ЦЄС

Країна	Річна волатильність дохідності національних фондових індексів(у %)					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Болгарія	20,68	17,88	15,14	27,45	42,03	29,70
Естонія	17,11	13,45	17,10	21,11	33,95	32,32
Латвія	15,70	18,59	16,43	22,32	36,94	35,25
Литва	16,30	18,19	17,18	21,62	37,06	30,47
Польща	21,96	27,14	28,51	32,90	54,43	45,40
Румунія	32,33	31,61	25,80	35,77	54,59	44,90
Словаччина	23,47	20,96	14,28	14,15	25,57	30,24
Словенія	13,27	14,78	16,70	26,20	36,17	22,07
Угорщина	23,83	29,64	29,01	35,37	65,19	52,54
Чехія	22,62	24,99	22,99	30,66	54,50	34,17

Джерело: База даних Світового банку.

## Ринки боргових цінних паперів країн ЦСЄ

Країна	Внутрішні державні боргові зобов'язання (у % від ВВП)			Внутрішні боргові зобов'язання приватного сектора (у % від ВВП)		
	2005	2007	2010	2005	2007	2010
Польща	36,08	36,19	40,18	0,52	0,98	1,68
Словенія	16,88	16,81	11,07	4,93	4,77	6,79
Словаччина	22,72	20,92	26,21	2,08	4,08	5,43
Угорщина	42,05	47,32	52,13	5,53	6,96	7,32
Чехія	22,18	24,68	28,23	5,98	9,62	13,05

Джерело: База даних Світового банку.

Подібна ситуація з міжнародними борговими зобов'язаннями. Незважаючи на пошук капіталу на міжнародних фінансових ринках у кризовий та посткризовий періоди, рівень міжнародних зобов'язань у країнах ЦСЄ залишається на значно нижчому рівні, ніж у розвинутих країнах (табл. 6). Так, загальна вартість міжнародних боргових зобов'язань по відношенню до ВВП у 2010 р. для Франції складала 78%, для Німеччини – 84%, для Італії – 66%, з яких міжнародні боргові зобов'язання приватного сектора склали 74% у Франції, 75% – у Німеччині та 54% – у Італії. Тому можна говорити, що рівень інтеграції країн ЦСЄ у міжнародні ринки цінних паперів, у даному випадку боргових зобов'язань, є досить таки низьким у порівнянні з розвинутими фінансовими системами ЄС.

та Східної Європи, їхня функціональна значущість та ефективність, зумовлені стратегією реформ та державною економічною політикою кожної країни. Реформування фінансового сектора в цих країнах, більшою мірою було спрямоване на формування банковоорієнтованої фінансової системи, залишаючи фінансовим ринкам другорядну роль. По-друге, стан і рівень розвитку фондових ринків суттєво відрізняється між країнами цього регіону. Польща, Чехія та Угорщина представляють групу країн із найвищим розвитком фондових ринків серед країн ЦСЄ. Проте в загальному розвиток фондових ринків значно відстає від розвинутих економік Європейського Союзу. Важливим аспектом для розвитку фондових ринків країн ЦСЄ є їх трансформація у напрямі забезпечення ефективного інвестування реального

Таблиця 6

## Міжнародні боргові зобов'язання країн ЦСЄ

Країна	Міжнародні державні боргові цінні папери (у % від ВВП)		Міжнародні боргові цінні папери приватного сектора (у % від ВВП)		Міжнародні боргові зобов'язання (у % від ВВП)			
	2005	2007	2010	2005	2007	2010	2007	2010
Болгарія	1,15	2,59	2,05	9,73	4,73	3,40	6,91	5,02
Естонія	2,49	2,01	2,13	1,21	0,66	0,43	2,41	2,56
Латвія	0,40	1,52	1,13	4,69	3,04	4,52	4,61	5,56
Литва	–	–	–	10,31	12,93	23,94	14,31	27,59
Польща	2,11	1,27	1,01	7,94	9,21	11,92	10,33	13,39
Румунія	0,59	–	–	3,29	2,20	2,36	2,17	2,44
Словаччина	1,95	0,86	0,66	3,99	5,19	10,83	6,82	13,69
Словенія	1,28	1,96	9,15	5,83	5,65	22,99	9,56	36,03
Угорщина	1,66	8,01	10,5	13,84	16,38	18,68	25,10	28,16
Чехія	1,82	2,62	6,15	2,73	2,64	5,78	5,56	12,63

Джерело: База даних Світового банку.

## ВИСНОВКИ

У статті здійснено оцінку розвитку фінансових ринків країн ЦСЄ в умовах фінансової глобалізації. Проаналізувавши зміну якісних характеристик ринків цінних паперів в країнах ЦСЄ впродовж останніх десяти років, ми можемо зробити декілька висновків. По-перше, формування фондових ринків країн Центральної

сектора економіки, транспарентності та привабливості для міжнародного довгострокового капіталу. Створення ефективного інституціонального середовища є ключовим елементом для досягнення цих цілей. Фондові ринки ЦСЄ мають значний потенціал для розвитку і можуть стати альтернативним джерелом капіталу і стимулом для економічного зростання цих держав. ■

## ЛІТЕРАТУРА

1. **Demirgüç-Kunt A.** Financial Structures and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development, [Electronic resource] / Demirgüç-Kunt A., Levine R. // Cambridge: MIT Press, 2001. – 444 p.
2. **Fink G.** Bond Markets and Economic Growth, [Electronic resource] / Fink G., Haiss P. // Research Institute for European Affairs, Working Paper No. 49 – 2003. – 31 p. – Access mode : <http://epub.wu.ac.at/1238/1/document.pdf>
3. **Zoli E.** Financial development in emerging Europe: the unfinished agenda, [Electronic resource] / Zoli E. // IMF working paper WP/07/245 – 2007. – 36 p. – Access mode : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07245.pdf>
4. **Balling M.** Financial markets in Central and Eastern Europe stability and efficiency /M. Balling, F. Lierman, A. Mulline // Routledge, New York, 2004. – 378 p.
5. **Levine R.** Finance and Growth: Theory and Evidence [Electronic resource] / R. Levine // IMF Working Paper 10766 – 2004. – 47 p. – Access mode : <http://www.nber.org/papers/10766>
6. **Merton R.** Design of Financial Systems: Towards a Synthesis of Function and Structure? / R. Merton, Z. Bodie // Journal of Investment Management – 2005. – Vol. 3, – No. 1, – P. 1 – 23.
7. **Levine R.** Stock Markets, Banks, and Economic Growth, [Electronic resource] / R. Levine, S. Zervos // World Bank Policy Research Working Paper No. 1690 – 1996. – 41p. – Access mode : <http://ideas.repec.org/a/aea/aecrev/v88y1998i3p537-58.html>
8. **Arestis P. Demetriades P. O.** Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets [Electronic resource] / P. Arestis // Journal of Money, Credit, and Banking – 2001. – Vol. 33 (1) – P. 16 – 41. – Access mode : [http://econpapers.repec.org/article/mcbjmoncb/v\\_3a33\\_3ay\\_3a2001\\_3ai\\_3a1\\_3ap\\_3a16-41.htm](http://econpapers.repec.org/article/mcbjmoncb/v_3a33_3ay_3a2001_3ai_3a1_3ap_3a16-41.htm)
9. **Голубцова О. А.** Фінансові реформи в країнах Центральної та Східної Європи в процесі євроінтеграції : автореф. дис... канд. екон. наук: 08.05.01 / О. А. Голубцова ; Київ. нац. екон. ун-т. – К., 2003. – 18 с.
10. **Котляров С. Л.** Трансформація фондowych ринків країн Центральної та Східної Європи : автореф. дис. ... канд. економ. наук : спец. 08.00.02 / С. Л. Котляров. – К., 2008. – 16 с.
11. **Лютий І. О.** Ринок корпоративних облігацій реального сектора економіки [Текст] / І. О. Лютий, Т. В. Нічосова // Фінанси України. – 2006. – № 7. – С. 59 – 68.
12. **Сніжко О. В.** Фінансовий розвиток трансформаційних економік: структурно-функціональний аналіз : монографія / О. В. Сніжко. – К. : Київський національний ун-т ім. Т. Шевченка. – 2009. – 820 с.
13. **Школьник І. О.** Фінансовий ринок України: сучасний стан і стратегія розвитку : монографія / І. О. Школьник. – Суми : ВВП «Мрія-1» ЛТД, УАБС НБУ. – 2008. – 348 с.
14. База даних Світового Банку [Електронний ресурс] // Офіційний сайт Світового банку – Режим доступу : <http://databank.worldbank.org>
15. **Баула О. В.** Розвиток інститутів ринку цінних паперів у світових господарських системах / Баула О. В. // Серія «Економічна теорія та економічна історія» : Збірник наукових праць ЛДТУ-2007. – Випуск 4 (15). – С. 4 – 17.

**Науковий керівник** – канд. екон. наук, доцент, зав. кафедри міжнародного економічного аналізу та фінансів Львівського національного університету ім. Івана Франка **Біленко Ю. І.**

## REFERENCES

- Arestis, P. "Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets". [http://econpapers.repec.org/article/mcbjmoncb/v\\_3a33\\_3ay\\_3a2001\\_3ai\\_3a1\\_3ap\\_3a16-41.htm](http://econpapers.repec.org/article/mcbjmoncb/v_3a33_3ay_3a2001_3ai_3a1_3ap_3a16-41.htm)
- Balling, M., Lierman, F., and Mulline, A. *Financial markets in Central and Eastern Europe stability and efficiency*. Routledge, New York, 2004.
- "Baza danykh Svitovoho Banku" [Database World Bank]. Ofitsiynyi sait Svitovoho banku. <http://databank.worldbank.org>
- Baula, O. V. "Rozvytok instytutiv rynku tsinnykh paperiv u svitovykh hospodarskykh systemakh" [The development of the securities market institutions in the world economic system]. *Zbirnyk naukovykh prats LDTU-2007*, no. 4(15): 4-17.
- Demirgüç-Kunt, A., and Levine, R. *Financial Structures and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development* Cambridge: MIT Press, 2001.
- Fink, G., and Haiss, P. "Bond Markets and Economic Growth". <http://epub.wu.ac.at/1238/1/document.pdf>
- Holubtsova, O. A. "Finsanovi reformy v krainakh Tsentralnoi ta Skhidnoi IEvropy v protsesi ievrointehratsii" [Financial reforms in Central and Eastern Europe in the European integration process]. *Avtoref. dys... kand. ekon. nauk: 08.05.01*, 2003.
- Kotliarov, S. L. "Transformatsiia fondovykh rynkiv krain Tsentralnoi ta Skhidnoi IEvropy" [Transforming the stock markets of Central and Eastern Europe]. *Avtoref. dys. na zdobuttia nauk. stupenia kand. ekonom. nauk : spets. 08.00.02*, 2008.
- Levine, R., and Zervos, S. "Stock Markets, Banks, and Economic Growth". <http://ideas.repec.org/a/aea/aecrev/v88y1998i3p537-58.html>.
- Levine, R. "Finance and Growth: Theory and Evidence". <http://www.nber.org/papers/10766>
- Liutyi, I. O., and Nichosova, T. V. "Rynok korporatyvnykh oblihotsii realnoho sektoru ekonomiky" [The corporate bond market real economy]. *Finansy Ukrainy*, no. 7 (2006): 59-68.
- Merton, R., and Bodie, Z. "Design of Financial Systems: Towards a Synthesis of Function and Structure?". *Journal of Investment Management*, vol. 3, no. 1 (2005): 1-23.
- Shkolnyk, I. O. *Finansovyi rynek Ukrainy: suchasnyi stan i stratehiia rozvytku* [Financial market Ukraine: Current State and Development Strategy]. Sumy: Mriia-1 LTD; UABS NBU, 2008.
- Snizhko, O. V. *Finansovyi rozvytok transformatsiinykh ekonomik: strukturno-funktsionalnyi analiz* [Financial development of transitional economies: structural and functional analysis]. Kyiv: Kyivskiy natsionalnyi un-t im. T.Shevchenka, 2009.
- Zoli, E. "Financial development in emerging Europe: the unfinished agenda". <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07245.pdf>