

article determines the features of gradual development of regional chain structures. The example of textile industry is used to identify the main factors that influence the choice of the object for investment.

УДК 336.76(100)(043)

Т.В. Марена

СУЧАСНІ ДЖЕРЕЛА ФІНАНСУВАННЯ ЕКОНОМІК КРАЇН СВІТУ

У статті досліджено зрушення, які відбуваються в структурі джерел фінансування економік країн світу. Здійснено порівняльний аналіз ринків акцій, боргових паперів та синдікованих позик в країнах з різними типами соціально-економічних систем. Оцінено структуру зовнішнього фінансування країн, що розвиваються. Визначено чинники, що обумовлюють зміни в структурі джерел фінансування країн світу.

Ключові слова: фондовий ринок, акції, облігації, державні та приватні боргові папери, банківський кредит, сек'юритизація, синдіковані позики.

Останні тенденції розвитку світового господарства, згорання багатьох програм фінансування внаслідок світової кризи викликають підвищення попиту на фінансові ресурси як з боку держав, так і з боку підприємницького сектору. Важливість питань розширення фінансування економік країн світу пов'язана з необхідністю як подолання наслідків кризи, так і подальшого розвитку національних господарств і досягнення високих темпів економічного зростання.

Об'єктивні умови сучасного світогосподарського розвитку та специфічні умови господарювання в країнах з різними типами соціально-економічних систем постійно змінюють співвідношення між існуючими джерелами фінансування національних економік. При цьому необхідним є досягнення оптимальних пропорцій між інструментами боргового фінансування та тими джерелами, що не призводять до акумуляції заборгованості. Усі вищезазначені аспекти обумовлюють актуальність теми дослідження.

Питання, пов'язані з вивченням різних джерел фінансування економік країн світу, досліджуються як спеціалістами міжнародних фінансово-кредитних установ (Міжнародний валютний фонд, Світовий банк, Банк міжнародних розрахунків), так і окремими українськими та зарубіжними науковцями, зокрема, Боднером Г., Бондарчуком А., Мошенським З., Рубцовим Б. та іншими. Водночас, додаткових досліджень потребує визначення відмінностей у зрушеннях, що відбуваються в структурі джерел фінансування розвинутих країн та економік, що розвиваються, зокрема, в посткризових умовах.

Метою наукової роботи є визначення характеру зрушень, що відбуваються у структурі джерел фінансування економік різних соціально-економічних груп країн під впливом чинників глобального фінансового середовища.

Фінансування національних економік країн світу (без урахування прямих інвестицій) здійснюється з трьох основних джерел: через ринок акцій і випуск боргових цінних паперів (фондові інструменти) та шляхом банківського кредитування. Співвідношення зазначених джерел значно відрізняється як у різних соціально-економічних групах країн, так і на різних етапах розвитку світового господарства.

Останні роки спостерігається зрушення у структурі джерел фінансування на користь інструментів фондового ринку, частка яких зросла з 54,4% у 1990 р. до 70,3% у 2012 р. (табл. 1).

Через застосування емісійного механізму розширення операцій з фондовими інструментами створює додаткові можливості розвитку інвестиційного процесу, що має безпосередній вплив на ефективність функціонування реального сектору економіки. Зростання курсової вартості акцій компаній підвищує попит на її облігації та створює додаткові можливості залучення нею позичкового капіталу з банківського сектору, що також сприяє розширеному відтворенню.

Таблиця 1

Структура джерел фінансування економік країн світу у 1990-2012 рр., %

Джерела фінансування	1990	2001	2012	Зміна (2012 р. до 1990 р.)
Ринок акцій	18,7	28,0	24,3	+5,6
Ринок боргових цінних паперів	35,7	40,8	46,0	+10,3
Кредитний ринок	45,6	31,2	29,6	-16,0

Примітка. Розраховано автором на основі даних [7,8].

За типом цінних паперів в цілому переважає фінансування за допомогою випуску боргових зобов'язань – на боргові папери припадає 46% всіх джерел фінансування країн світу. Для цього ж сегменту характерне найбільше зростання у період 1990-2012 рр. (його частка зросла більш ніж на 10%). Якщо у 1990 р. обсяги ринку боргових паперів склали близько 18 трлн. дол. (79% світового ВВП), то у 2012 р. розмір цього ринку досягнув 99 трлн. дол. (137% світового ВВП). Водночас, співвідношення акцій та облігацій як інструментів фінансування є неоднаковим у різних соціально-економічних групах країн. У розвинутих країнах серед джерел фінансування економіки спостерігається стабільне переважання ринку боргових паперів (рис. 1).

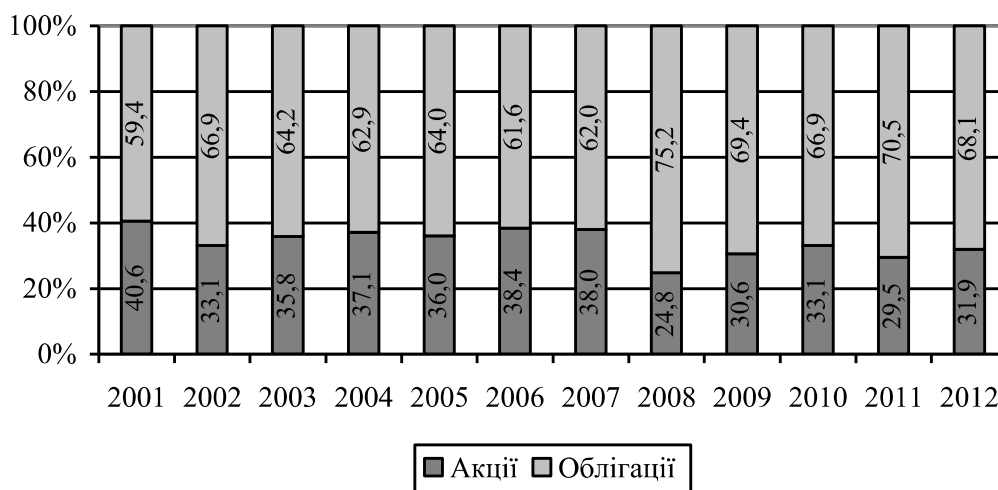


Рис. 1. Структура ринку цінних паперів розвинутих країн у 2001-2012 рр., %

Примітка. Розраховано автором на основі даних [7].

З 2001 р. по 2007 р. частка облігацій в структурі фондових ринків розвинутих країн знаходилася у межах 59-67%. В цілому на розвинені країни припадає переважна частка світового обороту боргових паперів: 95% у 1990 р. і 89% у 2012 р. Найбільшими ринками боргових паперів є США (35%), країни ЄС-15 (30%), Японія (15%), тоді як на ринки, що розвиваються, припадає всього 11% світового ринку облігацій.

Особливості макроекономічної ситуації та спрямованість економічної політики розвинених країн відображаються у змінах емітентної структури ринку боргових паперів і співвідношенні державних та приватних облігацій. До середини 90-х років ХХ ст. головними позичальниками на ринку боргових паперів виступали держави, а емітентами – центральні та місцеві органи влади. Після певного оздоровлення державних фінансів в окремих розвинутих країнах (США, Великобританія, Німеччина, Франція, Італія) спостерігалось зменшення активності у сфері емісії державних та муніципальних облігацій. На межі ХХ-ХХІ ст. через економічний спад у розвинутих країнах та відповідне зростання державних витрат відбувся черговий сплеск державних запозичень і збільшення обсягів випуску державних облігацій.

Починаючи з 2002 р. розміри ринку приватних паперів стабільно перевищували сегмент державних облігацій в розвинутих країнах і у 2011 р. на них припадало 55,9% випуску боргових зобов'язань (рис. 2). У той же час, загострення боргових проблем приватного сектору в період світової фінансової кризи призвело до зменшення частки приватних паперів (їх питома вага становила 63,3% у 2002 р. і 67,1% у передкризовому 2007 р.).

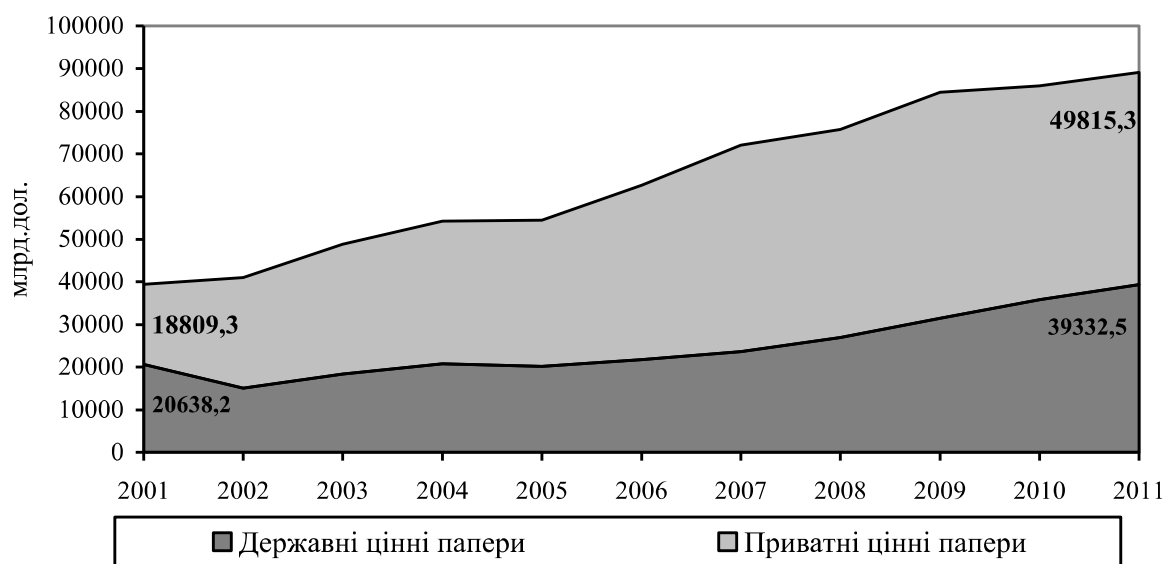


Рис. 2. Емітентна структура ринку боргових цінних паперів розвинутих країн у 2001-2011 рр.

Проте, така емітентна структура не є характерною для всіх розвинутих країн. Зокрема, у Японії частка державних боргових паперів складає понад 80% ринку боргових зобов'язань. У Канаді та Греції ринки державних та приватних паперів є майже однаковими за розмірами з незначним переважанням державних облігацій.

Близько третини ринку цінних паперів розвинутих країн припадає на акції (див. рис. 1). Завдяки високій частці цих країн на світовому ринку акцій глобальні тенденції розвитку фондових ринків визначаються передусім ситуацією саме в цій групі країн. Провідні позиції на світовому ринку акцій займають США (32%), країни ЄС-15 (19%), Японія (7%), Канада (4%). Особливо значущим є випуск акцій як інструмент фінансування компаній в США та Великобританії як країн, що дотримуються норм англійського права. Для континентальних країн Європи більш традиційним джерелом капіталу є банківське кредитування, тому ринок акцій тут відіграє значно меншу роль у

забезпеченні підприємств фінансовими ресурсами. В цілому, ринок акцій є достатньо концентрованим у географічному контексті – на США та ЄС-15 припадає понад 50% акцій, що обертаються у світі.

У країнах, що розвиваються, структура ринку цінних паперів у розрізі інструментів є нестійкою, однак протягом аналізованого періоду акціонерна форма фінансування явно переважала. Так, частка акцій з 2001 р. по 2007 р. зросла з 45% до 73%, хоча у 2012 р. знизилася до 51% (рис. 3).

Найбільшими ринками акцій в групі країн, що розвиваються, є ринки нових індустріальних країн Азії (11% капіталізації світового ринку акцій). Одночасно спостерігається зростання на ринку акцій ролі країн БРІК, внаслідок чого просторова концентрація світового фондового ринку зменшується.

У передкризові роки ринок боргових цінних паперів в країнах, що розвиваються, значно поступався за розміром ринку акцій. Однак наразі масштаби цих ринків в даній групі країн є порівняними: на акції та облігації припадає відповідно 51% та 49% ринку цінних паперів.

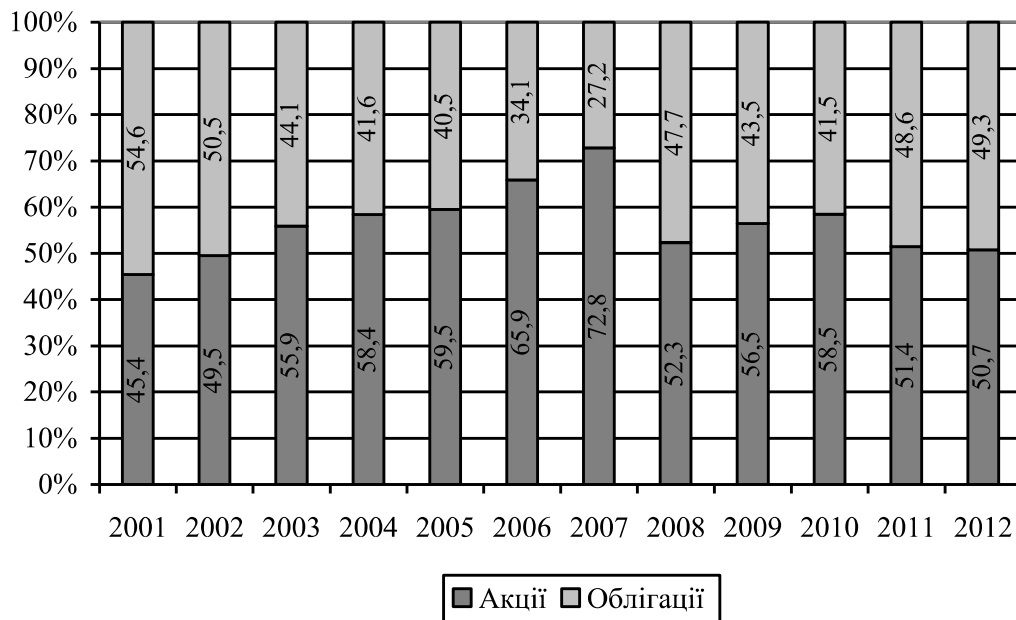


Рис. 3. Структура ринку цінних паперів країн, що розвиваються у 2001-2012 рр., %

Примітка. Розраховано автором на основі даних [7].

На відміну від розвинутих країн, в структурі боргових цінних паперів в країнах, що розвиваються, стабільно переважають державні облігації, на які сьогодні припадає близько 60% ринку (рис. 4).

Недостатнє поширення в цих країнах великих підприємств, у тому числі корпорацій, робить ринок приватних цінних паперів досить обмеженим, особливо у порівнянні з масштабами ринків боргових зобов'язань компаній у розвинутих країнах: розмір розвинутих ринків приватних облігацій більш ніж в 12 разів перевищує обсяги аналогічних ринків, що розвиваються.

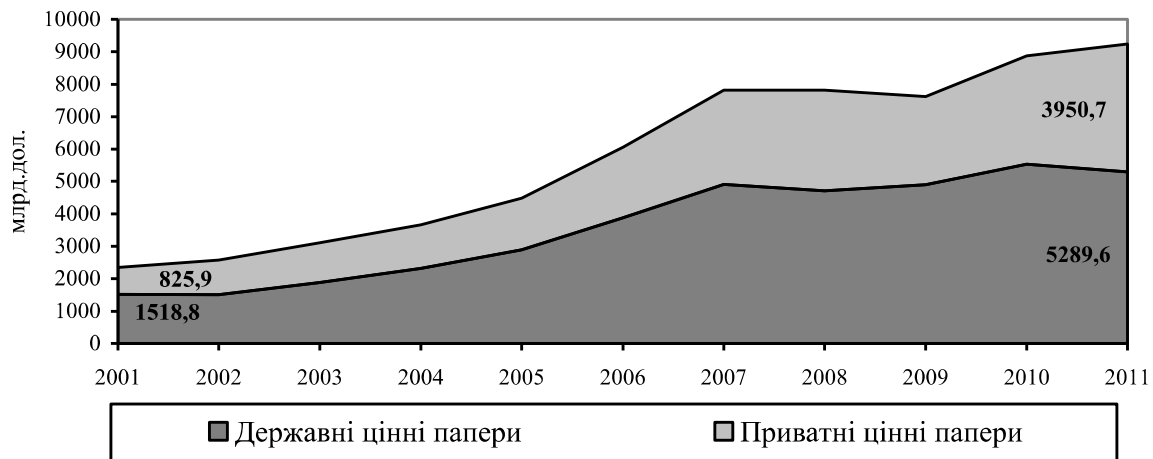


Рис. 4. Емітентна структура ринку боргових цінних паперів країн, що розвиваються, у 2001-2011 рр.

Переважання акцій як інструменту залучення коштів в економіку країн, що розвиваються, порівняно з облігаційними позиками є більш характерним для внутрішнього фінансування. У зовнішньому фінансуванні економік цієї групи країн в останні роки відбувається перерозподіл активності на користь операцій з борговими паперами (рис. 5). Частка акцій у структурі джерел зовнішнього фінансування країн, що розвиваються, у 2012 р. становила 15%, знизившись з 19% у 2000 р. Така тенденція пов'язана з тим, що іноземні інвестори розглядають акції як більш ризикований інструмент фінансування порівняно з облігаційними позиками, особливо на фоні погіршення фінансового стану підприємств в умовах кризи.



Рис. 5. Структура зовнішнього фінансування країн, що розвиваються, у 2000-2012 рр.

Довгий час основним джерелом зовнішнього фінансування економік, що розвиваються, виступали банківські кредити. У 2000 р. вони забезпечували 43,5% зовнішнього фінансування, тоді як на облігації припадало 37,2%. У наступні роки у динаміці співвідношення різних джерел зовнішнього фінансування простежується наступна закономірність: у періоди відносної стабільності світових фінансів частка банківського кредитування скорочується з одночасним зростанням питомої ваги облігацій та акцій. В той же час, в кризових умовах країни, що розвиваються, знову повертаються до банківського фінансування: частка банківських кредитів у зовнішньому фінансуванні у 2008-2009 рр. дорівнювала 56-66%.

Поступова активізація в країнах, що розвиваються, фінансування за допомогою ринку боргових паперів говорить про їх залучення до процесів сек'юритизації, які вже довгий час є характерними для розвинутих країн. Тільки у США частка банківського фінансування економіки зменшилася з 71% у 1860 р. до 24% у 1999 р. і 18% у 2007 р. [4]. В середньому по всіх країнах світу частка фінансування економіки, яка забезпечувалася банківськими кредитами, знизилася з 46% у 1990 р. до 30% у 2012 р. В країнах, що розвиваються, процеси сек'юритизації ще не набули характеру стійкої тенденції. За період з 2000 р. фінансування економік цієї групи країн через випуск облігацій перевищило масштаби банківського кредитування тільки у 2001 р. (54,9% проти 38,1%), 2003 р. (49,6% проти 36,2%) та 2012 р. (46,8% проти 38,1%).

Зрушення, що відбуваються в структурі ринку позикового капіталу на користь операцій з борговими паперами порівняно з традиційними банківськими позиками, обумовлені, передусім, підвищеною волатильністю процентних ставок за кредитами та меншою вартістю залучення коштів через фондовий ринок. Крім того, кредитування через випуск боргових паперів значно підвищує ліквідність позики, що робить цей інструмент фінансування більш привабливим і для кредиторів [1,2].

Більша частка випущених у світі облігацій (57% у 2012 р.) розміщується на внутрішніх ринках країн-емітентів. Проте внаслідок зростаючої інтернаціоналізації фінансових ринків все більше облігацій розміщується на міжнародних ринках: на початку 90-х рр. ХХ ст. частка міжнародних облігацій не перевищувала 10%, а у 2012 р. вона зросла до 43%. Більша частка міжнародних боргових паперів припадає на розвинуті країни (79%), решта – на офшорні центри (8%), країни, що розвиваються (7%) і міжнародні організації (6%).

Незважаючи на загальносвітове зміщення акцентів з банківського кредитування на боргові цінні папери, позики банків усе ще залишаються важливим джерелом фінансування економіки, особливо в країнах, що розвиваються. Враховуючи великий розмір позик, на які розраховують ТНК та уряди країн як найбільші позичальники на світовому ринку, все більшого поширення набувають синдіковані (консорціальні) кредити.

Найбільш швидкими темпами зростали синдіковані позики до світової фінансової кризи: їх обсяги зросли з 703 млрд. дол. у 1995 р. до 2770 млрд. дол. у 2007 р., тобто майже вчетверо. Кризовий період характеризується різким скороченням синдікованого кредитування – до 1471 млрд. дол. у 2008 р. і 998 млрд. дол. у 2009 р. Після цього відбувається поступове відновлення цього сегменту фінансового ринку: у 2012 р. у світі було надано понад 1840 млрд. дол. міжнародних синдікованих кредитів (табл. 2).

Таблиця 2

Посткризова структура міжнародних синдікованих позик

Тип позичальника	2010		2011		2012	
	млрд. дол.	%	млрд. дол.	%	млрд. дол.	%
Розвинуті країни	1398,8	81,2	2081,8	83,5	1525,4	82,9
Офшорні центри	53,1	3,1	66,5	2,7	39,1	2,1
Країни, що розвиваються	267,6	15,5	343,2	13,8	276,0	15,0
Міжнародні організації	4,1	0,2	0,6	0,0	-	-
Всі країни світу	1723,7	100	2492,2	100	1840,5	100

Примітка. Складено автором на основі даних [6].

Високий попит на синдіковані позики формується, переважно, з боку транснаціональних корпорацій. В результаті провідні позиції у наведеній структурі ринку синдікованих позик займають розвинуті країни (82,9%), які є найбільшими

позичальниками у світовому господарстві. Необхідно відзначити певне зменшення частки розвинутих країн в структурі позичальників на ринку синдікованих кредитів порівняно з початком 2000-х рр., коли на них припадало близько 90% синдікованих позик. Це пов'язано як з певним згортанням кредитної активності банків-кредиторів в період глобальної кризи, так і з активізацією транснаціонального бізнесу в країнах, що розвиваються.

Таким чином, у структурі фінансування економік країн світу відбуваються зрушення, викликані наступними чинниками: об'єктивні потреби розширення фінансування держав та підприємницького сектора; необхідність підвищення ліквідності позик; конкуренція між кредиторами, що визначає рівень кредитних ставок банків; конкуренція між позичальниками, що визначає рівень процентних ставок за облігаційними позиками; попит на державні та корпоративні цінні папери на внутрішньому та зовнішньому ринках тощо. При цьому ринок цінних паперів поступово збільшує своє значення як джерела фінансування і держави, і корпоративного сектору, успішно конкуруючи з традиційним банківським кредитуванням.

Пошук та оцінка альтернативних джерел фінансування економік, потреба в яких в умовах обмеженості фінансових ресурсів зростає, може стати предметом подальших досліджень у цьому напрямі.

Список використаної літератури

1. Базаева В.В. Мировые тенденции развития секьюритизации в условиях глобального финансового рынка / В.В. Базаева // Управление экономическими системами: Электронный научный журнал. – 2011. - №12. [Электронный ресурс]. – Режим доступа к статье: <http://uecs.ru/finansi-i-kredit/item/868-2011-12-19-11-28-09>.
2. Боднер Г.Д. Актуальные проблемы секьюритизации и ее развитие в Украине / Г.Д. Боднер, Р.В. Друзин // Ученые записки Таврического национального университета имени В.И. Вернадского. Серия «Экономика и управление». – 2012. – Том 25 (64). - № 1. – С. 23-32.
3. Бондарчук А. Державні цінні папери в борговій політиці: міжнародний досвід та перспективи його адаптації в Україні / А. Бондарчук // Незалежний аудитор. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://n-auditor.com.ua/uk/component/na_archive/655?view=material
4. Мошенський З.С. Трансформаційні процеси на світових ринках цінних паперів / З.С. Мошенський // Фінанси України. – 2009. - №7. – С. 54-63.
5. Рубцов Б.Б. Глобальные финансовые рынки: масштабы, структура, регулирование / Б.Б. Рубцов // Век глобализации. – 2011. – Выпуск №2(8). – С.73-98. [Электронный ресурс]. – Режим доступа к статье: http://www.socionauki.ru/journal/articles/136280/#_ftn1
6. Bank for International Settlements Statistics. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bis.org/statistics>.
7. Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues. – Washington: IMF, 2003-2013. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR>.
8. Mapping global capital markets 2011: Summary. - McKinsey Global Institute. – August 2011. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.mckinsey.com/insights/global_capital_markets/mapping_global_capital_markets_2011.

T.V. Marena

CURRENT SOURCES OF COUNTRIES' ECONOMIES FINANCING

The article considers the shifts that occur in the structure of countries' economies financing sources. It is indicated that the national economies financing (excluding direct investments) is provided from three main sources: through the shares market and debt securities issue (stock instruments) and by means of bank loans. The trend of increasing the role of the stock instruments as a source of funding and proper reducing of the traditional bank lending is found out. The comparative analysis of shares and debt securities markets in the countries of different types of social and economic systems is conducted. It is stated that in the developed countries among the sources of economy's financing debt securities market steadily dominate. Unlike the developed countries, in developing economies the structure of the stock market in terms of instruments is unstable, but shares prevail as a rule.

It is noted that specific features of the macroeconomic situation and the directions of countries' economic policy are reflected in shifts in debt securities market structure in the context of issuers and the ratio of public and private bonds. Proportion of public and private bonds in developed and developing countries is assessed. In the last 10 years the size of private bonds markets was consistently higher than public bonds segment in developed countries. Alongside it, escalation of the private sector debt problems in terms of the global financial crisis led to a decline in the share of private securities. The structure of the debt securities in the developing countries is characterized with stable dominance of public bonds.

The structure of the developing economies external financing sources is investigated. In the external financing of this group of economies an increase in the share of bonds as less risky instruments is observed. It is found out that the national (internal) bonds prevail in the world, but the volume of international bonds grows more rapidly. Changes discovered in the structure of countries' economies financing sources confirm the fact of credit relations securitization. The preconditions of securitization processes are determined.

Taking into account the high demand of TNCs and governments on financing, syndicated loans become more widespread. The current role of bank loans and syndicated loans in particular is considered and their structure in terms of borrowers is analyzed. Developed countries take leading position in this syndicated loans market structure as far as they are the major borrowers in the global economy. Factors that determine changes in the structure of countries' economies financing sources are defined.

Key words: stock market, shares, bonds, public and private debt securities, bank loan, securitization, syndicated loans.

УДК 339.7

О.А. Іващенко

ПРОБЛЕМА ОЦІНКИ НАСЛІДКІВ ЛІБЕРАЛІЗАЦІЇ РУХУ КАПІТАЛУ В КОНТЕКСТІ РИЗИКІВ ФІНАНСОВОЇ ІНТЕГРАЦІЇ

В статті розглядаються наслідки лібералізації потоків капіталу на макроекономічні показники, визначено її ризики та переваги. Встановлено зв'язок між політикою лібералізації рахунків капіталу, політикою курсоутворення та політикою відсоткової ставки. Прогнозовані наслідки лібералізації потоків капіталу для КНР.

Ключові слова: потоки капіталу, лібералізація, валютний курс, процентна ставка, макроекономічні показники, нестабільність.