

Серажим Ю.В.*

ЕВОЛЮЦІЯ МЕХАНІЗМУ ФУНКЦІОНУВАННЯ МІЖНАРОДНИХ ФІНАНСОВИХ РИНКІВ У КОНТЕКСТІ СУЧАСНОЇ СВІТОВОЇ КРИЗИ

У статті за допомогою періодизації розвитку міжнародних фінансових ринків показані ті якісні зміни, які відбулися в ньому протягом минулого століття, а саме – формування нового механізму регулювання світового ринку цінних паперів. Провідна роль у здійсненні міжнародного руху капіталу перейшла від банківських кредитів до його нових інструментів міжнародного руху капіталів – цінні папери приватного сектора, що включають як «традиційні» інструменти – акції й облигації, так і широке коло похідних фінансових інструментів, що де-факто є контрактами.

Ключові слова: ринок цінних паперів, механізм міжнародного руху капіталів, світова фінансова криза, фінансові інструменти.

В статье с помощью периодизации развития международных финансовых рынков показаны те качественные изменения, которые состоялись в нем в течение прошлого века, а именно – формирование нового механизма регулирования мирового рынка ценных бумаг. На смену банковским кредитам пришли новые инструменты международного движения капиталов – ценные бумаги частного сектора, которые включают как «традиционные» инструменты – акции и облигации, так и широкий круг производных финансовых инструментов, которые де-факто являются контрактами.

Ключевые слова: рынок ценных бумаг, механизм международного движения капиталов, мировой финансовый кризис, финансовые инструменты.

In article by means of a periodization of the international financial markets' development those qualitative changes which have taken place in it within the last century, namely – formation of regulation' the new mechanism of securities' the world market are shown. On change to bank credits new tools of capitals' the international movement – securities of a private sector which include as «traditional» tools – actions and bonds, and a wide range of derivative financial tools which de facto are contracts have come.

Keywords: a securities market, the mechanism of the international movement of capitals, world financial crisis, financial tools.

Вступ. Міжнародний фінансовий ринок, будучи віддзеркаленням реального відтворювального процесу у світовому масштабі, має своє самостійне життя, що підпорядко-

* старший викладач кафедри банківської справи Київського національного торговельно-економічного університету

ване своїм особливим закономірностям. Він здійснює величезний зворотній вплив на процеси виробництва як на національному, так і на світовому рівнях.

Постановка задачі. Версія, що пов'язує світову економічну кризу з наслідками радикальної лібералізації фінансових ринків, узяла старт ще в 1990-х роках. Відповідно до цієї гіпотези, ослаблення національних механізмів контролю за процесами міжнародного інвестування у поєднанні з відмовою від створення подібних механізмів на глобальному рівні зумовило безконтрольне нарощування спекулятивних операцій, що обвалили світовий фінансовий ринок в 2008 році. У подібному поясненні кризи абсолютно виправдано поставлений акцент на відсутності ефективної системи регулювання міжнародного руху капіталів. Проте повз увагу проходять причини подібної ситуації, які ґрунтуються в специфіці сучасного етапу розвитку міжнародних фінансових відносин.

Результати дослідження. Починаючи з середини ХІХ століття в історії міжнародних фінансових ринків можна виділити три значні періоди, що характеризуються домінуванням того чи іншого механізму міжнародного руху фінансового капіталу (таблиця 1) [7].

Таблиця 1.
Періодизація розвитку міжнародних фінансових ринків

Період	Позичальники	Кредитори	Ключові ризики	Загрози міжнародній фінансовій системі
Епоха облігаційних запозичень (середина ХІХ ст. – 1914р.; 1918–1929)	Суверенні держави; крупні компанії	Фізичні особи	Ризик суверенного дефолта	Низькі (збитки приватних інвесторів)
Епоха банківського кредитування (1950–1980-і роки)	Суверенні держави	Провідні міжнародні банки	Ризик суверенного дефолта	Високі (банкрутство найбільших банків)
Епоха інвестування у фінансові інструменти приватного сектора (середина 1990-х років – по наш час)	Економічні суб'єкти приватного сектора	Економічні суб'єкти приватного сектора	Дефіцит міжнародної ліквідності; девальвація валют в умовах масованого відтоку капіталів	Високі (банкрутство найбільших фінансових інститутів, дестабілізація валютних відносин)

У період панування облігаційних запозичень основними фінансовими інструментами, що обслуговували міжнародний рух капіталів, були державні облігації й гарантовані державою облігації крупних компаній (наприклад облігації залізничних компаній). У ролі покупців відповідних облігацій найчастіше виступали приватні інвестори, що обумовлювало низький рівень загроз для міжнародної фінансової системи і, відповідно, низьку готов-

ність до мобілізації міжнародних зусиль на боротьбу із наслідками суверенних дефолтів (тобто відмови національних держав від своїх боргових зобов'язань). Уряди країн-кредиторів також були більше схильні використовувати суверенні дефолти для реалізації своїх політичних цілей (прикладом цьому може служити окупація Єгипту Британією в 1882 році або риторичне обґрунтування іноземної інтервенції до Радянської Росії в 1918–1922 роках), ніж реально захищати інтереси своїх інвесторів (показовою тут є угода 1997 року між Росією і Францією про врегулювання взаємних боргових вимог, що передбачало виплату Росією майже символічної суми в 400 млн. дол., що викликало бурхливе обурення утримувачів облігацій дорадянського періоду).

Інша ситуація складалася в рамках епохи банківського кредитування, коли в ролі ключових позичальників як і раніше виступали суверенні держави (насамперед, що розвиваються), а в ролі кредиторів – уже найбільші міжнародні банки. Масове захоплення країн, що розвиваються, проектами імпортозамінюючої індустріалізації, які вимагали значних позикових ресурсів для будівництва промислових об'єктів, притоку на міжнародні фінансові ринки нафтодоларів після «нафтового шоку» 1973–1974 років, високі темпи інфляції в США, завдяки яким реальні процентні ставки по кредитах частенько виявлялися негативними. Усі перераховані вище чинники сприяли тому, що до кінця 1970-х років країни, які розвиваються, накопичили гігантський обсяг зовнішньої заборгованості. Результатом стала боргова криза 1980-х років, що обернулася «втраченим десятиліттям» для багатьох країн, що розвиваються, насамперед латиноамериканських. У той же час, поставивши під удар найбільші міжнародні банки, криза створила загрозу для міжнародної фінансової системи як такої. На її нейтралізацію були кинуті значні міжнародні зусилля.

Для боротьби з кризою були запропоновані дві міжнародні стратегії. Перша передбачала формування консорціумів банків-кредиторів (часто – за активної участі урядів економічно розвинених країн) для реструктуризації заборгованості країн-боржників і надання їм антикризового кредитування. Друга стратегія будувалася на активному залученні міжнародних фінансових організацій до вирішення проблем країн-боржників, що спрямоване на створення у них як можливостей, так і стимулів до обслуговування зовнішньої заборгованості.

Перехід до другої стратегії традиційно пов'язується з так званим «планом Бейкера» (за іменем тодішнього секретаря казначейства і майбутнього держсекретаря США Дж. Бейкера), що була запропонована в 1985 році. За цим планом, міжнародні фінансові інститути (насамперед – МВФ і Світовий банк) розпочали реалізацію програм «Обумовленого кредитування» (conditional lending), суть яких полягала в наданні урядам країн-боржників кредитних ресурсів за умови здійснення ними економічних перетворень, спрямованих на структурну перебудову економіки і підвищення темпів економічного зростання з метою забезпечення здатності обслуговувати зовнішній борг. Не дивлячись на серйозні питання у зв'язку з обґрунтованістю і ефективністю тих чи інших умов, що виставляються до країн-боржників, до кінця 1980-х років наслідки боргової кризи для міжнародної фінансової системи були в цілому здолані.

Починаючи з 1990-х років, модель функціонування міжнародних фінансових ринків знову змінилася. На зміну банківським кредитам прийшли нові інструменти міжнародного руху капіталів – цінні папери приватного сектора, що включають «традиційні» інструменти – акції й облігації і широке коло похідних фінансових інструментів, котрі де-факто є контрактами, за якими одна сторона отримує зобов'язання (або право) передати іншій певний актив (або обумовлену суму грошей) при передбачених контрактом події. У сфері операцій з похідними фінансовими інструментами і виникла нинішня криза:

ризикована політика видачі кредитів американськими іпотечними компаніями привела до обвалення курсів їх цінних паперів, і як наслідок – курсів похідних фінансових інструментів, у основі піраміди яких лежали ці папери. В умовах глобального фінансового ринку розрив однієї ланки ланцюга потоку фінансових інструментів в одній країні привів до наслідків, що торкнулися інвесторів на всіх континентах [1].

Саме «безконтрольний» розвиток ринку похідних цінних паперів знаходиться у фокусі найбільш гострої критики. Проте відповідь на питання, що стало причиною подібної «безконтрольності», може здаватися парадоксальною. Розвиток ринку фінансових інструментів приватного сектора продемонстрував настільки високу ефективність вони мали у справі мобілізації капіталів для цілей господарської діяльності, що будь-які обмеження в даній сфері сприймалися як гальмо прогресу. Фактично вже на початок 2000-х років серед експертів сформувалося переконання, що розвиток ринку фінансових інструментів приватного сектора поставив фінальну крапку в неформальному змаганні двох моделей мобілізації капіталів – банківської (асоційованої з країнами континентальної Європи) і фондової, що спирається на механізми фінансових ринків (асоційованою з англосакською фінансовою системою). Отримавши глобальний вимір, фондова модель дала новий імпульс розвитку компаній і країн, що скористалися її перевагами у сфері залучення інвестицій та підвищення ефективності корпоративного менеджменту.

Динаміка американської економіки, де ринок фінансових інструментів (цінних паперів) приватного сектора отримав найбільший розвиток, продемонструвала високий відтворювальний потенціал цієї моделі. Навпаки, країни, що опинилися нездатними прийняти відповідну модель, отримали істотне уповільнення темпів зростання. У цьому контексті є показовою думка Д. Рубінстайна: «Коли я був у Білому домі, загальнопоширеною була ідея, що Японія зможе обійти США і стати найбільш потужною економікою світу. Це було в кінці 1970-х – початку 1980-х років. Проте цього не сталося. Розвиток ринків цінних паперів приватного сектора не був єдиною тому причиною, але методи, що характерні для цих ринків, допомогли [американським] компаніям стати ефективнішими» [8]. Навіть Німеччина, бастион банківської моделі, щоб не відстати в міжнародній конкуренції, вимушена була здійснювати радикальні кроки з реформування своєї фінансової системи відповідно до англосакського зразка, не дивлячись на всі проблеми й труднощі, що були пов'язані з накопиченою інерцією національних фінансових інститутів [6]. Поки не стали очевидними кризові тенденції, пов'язані з функціонуванням нової моделі, про її регулювання ніхто не замислювався.

Коли ж криза вибухнула, з'ясувалася ще одна парадоксальніша річ: виявилось, що ніхто в принципі не зміг запропонувати механізми, які були б ефективними для регулювання ринку фінансових інструментів приватного сектора – як на національному, так і на глобальному рівні. Нова модель функціонування міжнародних фінансових ринків схожа з новим біологічним організмом, для якого характерні раніше невідомі хвороби, котрим потрібні нові ліки. Які будуть ці «ліки», наскільки швидко їх зможуть знайти і кому вони принесуть більшу користь – ось питання, що мають принципове значення для визначення сценаріїв розвитку міжнародної фінансової системи в найближчі 3–5 років.

Висновки. На якому рівні буде знайдена адекватна відповідь на проблему регулювання світового ринку цінних паперів, що лежить в основі нинішньої кризи, залежить від правильного застосування історичного підходу. Найбільш спірними є перспективи створення відповідних механізмів регулювання на національному рівні. З одного боку, саме на національному рівні була продемонстрована безпорадність регулюючих органів. Події вересня жовтня 2008 року, кульмінацією яких став відхід з ринку двох системоутворюючих

інвестиційних банків США (поглинання «Merrill Lynch», банкрутство «Lehman Brothers»), фактично є найбільшим провалом американського фінансового регулювання з часів Великої депресії. З іншого боку, в умовах, коли об'єктом регулювання виступає міжнародний рух капіталів, розвиток національних систем регулювання повинен доповнюватися створенням міжнародних режимних правил, які задають спільні межі поведінки для всіх учасників міжнародної системи. Регулятивні правила, що розробляються на національному рівні, можуть служити зразком для подібних режимних норм, проте, на нашу думку, механізми ухвалення рішень учасників ринку цінних паперів та їх імплементації з неминучістю повинен носити наднаціональний характер.

Ринок – складне багатофункціональне комплексне поняття, що включає з одного боку, ринок товарів і послуг, з іншого – ринок ресурсів. Взаємодію цих ринків визначає національний економічний механізм. Цей механізм має кредитний характер. Переважне число ринкових суб'єктів, що діють на основі ділових контрактів, переймають на себе зобов'язання, що мають форму цінних паперів. Саме взаємні зобов'язання підприємців гарантують стійкість економічної системи суспільства.

Економічна практика 90-х років підтвердила, що головним засобом відновлення і розвитку ринкових методів господарювання є цінні папери, що фіксують право власності на капітал. За допомогою цінних паперів власність держави може бути перетворена на власність акціонерних товариств, тобто широких верств населення – приватних власників. Ринок цінних паперів з супутньою йому системою фінансових інститутів є сферою, в якій формуються фінансові джерела економічного зростання, концентруються і розподіляються інвестиційні ресурси.

Література

1. Булатов А. Шансы и перспективы финансового оздоровления // Международные процессы. – 2006. – Том.6. – №2(17). – С. 27–29.
2. Международный финансовый рынок / Под ред. В.А. Слепова – М.: Магистр, 2007. – 543 с.
3. Моисеев С.Р. Международные финансовые рынки и международные финансовые институты / С.Р.Моисеев. – М. : МФПА, 2003. – 245 с.
4. Пивоваров И.С. Организация международного бизнеса // Экономика XXI век. –2006. – № 2. – С. 39-73.
5. Суэтин А.А. Международный финансовый рынок / А.А. Суэтин. – М. : КНОРУС, 2009. – 264 с.
6. Deeg R. Institutional Change and the Uses and Limits of Path Dependency: The Case of German Finance // Max-Planck-Institut fur Gesellschaftsforschung Discussion Paper no.01/6 October.
7. Eichengreen D., Fishlow A. Contending with Capital Flows. What is Different about the 1990s. – New York : Concil on Foreing Relation Press, 1996.
8. Rubenstein D. The Greatest Period for Private Equity is Probably Ahead of Us Knowledge@Wharton, May 6, 2008 Режим доступу: <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article.cfm?articleid=1957>.