

## Дослідження/

**Інна Школьник**Проректор Української академії  
банківської справи  
Національного банку України,  
доктор економічних наук, професор

# Глобальні фінансові активи: структурні зміни



*У дослідженні аналізуються глобальні фінансові активи, їх стан у періоди перед кризою та відновлення світового фінансового ринку. Аналізуючи регіональну структуру світових фінансових активів, автор робить висновок, що найбільші негативні наслідки кризи проявилися в країнах із граничними ринками, які, на відміну від розвинутих ринків, що вже поступово відновлюються, досі перебувають у складному стані.*

## “ПЕРЕВИРОБНИЦТВО” ФІНАНСОВИХ АКТИВІВ – ОСНОВНА ПРИЧИНА ФІНАНСОВОЇ КРИЗИ

В умовах зростаючого впливу глобалізаційних процесів головну роль відіграє міжнародний фінансовий ринок, який є перерозподільним механізмом світових фінансових потоків. При цьому масштабність перетікання капіталу відображається на подальшому відокремленні сфери обігу від сфери виробництва. Суттєве переважання фінансових потоків над матеріальними потоками періодично призводить до фінансових криз у тих чи інших регіонах світу. “Кризи перебивають цей процес, скидають надлишково накопичену масу фінансів (порівняно з реальною економікою) із тим, щоб у період піднесення були досягнуті нові верхні рівні за обсягами та оцінкою фінансових активів” [4]. Кризи, характерні для країн із ринковою економікою, в класичній економічній теорії кінця XIX – початку XX сторіччя були зумовлені і відповідно теоретично обґрунтовані проблемами перевиробництва товарів, тобто основною причиною кризових явищ був реальний сектор економіки.

Наприкінці XX – на початку XXI сторіччя головну роль у стабільності економіки відіграли проблеми, що виникають у фінансовому секторі, фактично мова йде про “перевироб-

ництво” фінансових активів. Інтенсивний розвиток фінансових інновацій, лібералізація державного регулювання фінансового ринку та фінансових послуг сприяли суттєвому прискоренню розвитку глобалізації в сфері фінансів, сформували умови глобальної фінансової нестабільності. “Зростання ринків (у т.ч. і з використанням боргових інструментів) повинні підтримуватись і балансуватись реальними заощадженнями, а не спекулятивно-фіктивним зростанням вартості активів, що при кредитному стисненні призводить до обвалу ринків і девальвації національної валюти” [1].

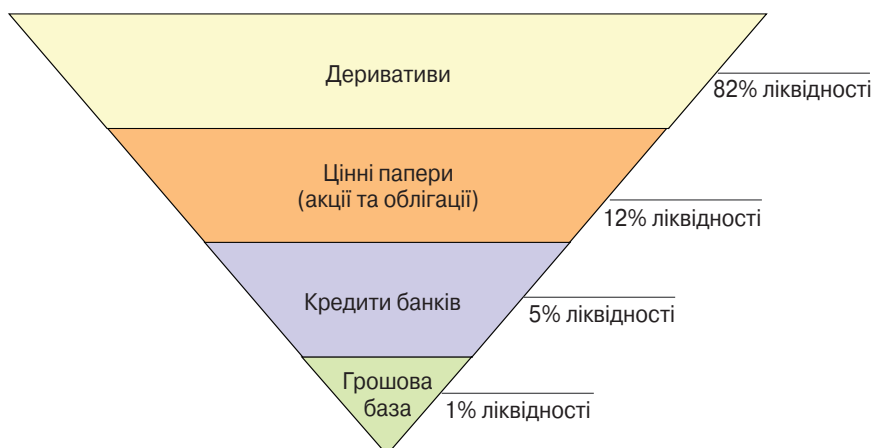
Варто зазначити, що фінансові інновації відіграли важливу роль у зміні деяких товарних ринків, зокрема ринків енергоресурсів, ціни на які сьогодні формуються практично через операції з деривативами, нетісно пов’язаними з реальною ситуацією. Водночас державне та ринкове регулювання операцій із фінансовими деривативами не “встигало” за їх швидкою появою. “В умовах інноваційного фінансового буму економічна та політична еліта втратила контроль за рухом фінансових інструментів. Тому нинішню фінансову кризу можна визначити як “бунт фінансових інновацій” – бунт машин проти своїх творців” [2].

Величезна грошова маса, не забез-

печена трансакціями з потоками товарів, ресурсів та реальних активів, неминуче спрямовується в сферу фінансів. Невисокі ставки за позиками, що супроводжують значну емісію грошей, сприяли не зростанню цін на товари та послуги, а в поєднанні з процесами сек’юритизації активів та зростання ринку похідних фінансових інструментів безпрецедентно прискорили збільшення вартості фінансових активів [5]. Безперечно, що їх обсяг суттєво переважає обсяг реального сектору економіки, а структура глобальних фінансових активів свідчить про їх невідповідність реальним потокам. Якщо побудувати так звану “піраміду ліквідності”, то вона матиме вигляд перевернутої піраміди, найбільшу частку якої займають саме деривативи – понад 80% від загального обсягу фінансових активів (див. схему). При цьому грошова база становить лише 1% ліквідності від “сумарної світової ліквідності”.

Як відомо, на фінансовому ринку формуються ті фінансові потоки, які забезпечують економічне зростання країни і перш за все впливають на зростання ВВП, якщо йдеться про емісію цінних паперів та кредити реальному сектору економіки, оскільки саме вони є фінансовою базою для розширеного виробництва, модернізації і технологічного оновлення наявної матеріально-технічної бази.

Перевернута піраміда ліквідності, 2009 рік



Джерело: [6].

Таблиця 1. Фінансові активи у відсотках до ВВП за регіонами світу

Показники	2002 р.	2003 р.	2004 р.	2005 р.	2006 р.	2007 р.	2008 р.	2009 р.
<b>Сумарні активи ринку капіталу</b>								
Світ	467.7	342.3	353.9	341.5	395	421.1	352	401.5
Європейський Союз	610.7	405.4	413	433.6	534.4	548.8	488.3	554.7
– Німеччина	616.9	332.8	334.7	315.4	376	427.7	357.8	362.2
– Великобританія	706	492.9	482.1	545.5	680.9	678	678.4	836.1
США	509.3	373	397.7	402.9	428.3	441.8	390.5	431.3
Країни з граничними ринками:	204.7	162.7	171.4	171.2	206.1	253.3	166.9	186.4
– країни Азії	282.2	232.9	250.6	246.8	285.4	369.8	245.7	245.4
– країни Європи	94.3	67.1	69.8	72.4	136.5	146.8	87.4	107.7
<b>Капіталізація фондового ринку</b>								
Світ	68.64	86.28	90.90	94.42	105.44	119.36	55.01	81.58
Європейський Союз	63.84	73.76	75.54	74.61	95.78	93.89	42.63	65.14
– Німеччина	34.46	44.80	43.36	43.74	56.48	63.39	30.24	38.71
– Великобританія	114.97	136.78	134.33	137.17	158.45	139.28	69.71	128.34
США	105.83	129.86	139.11	136.49	148.31	144.29	81.28	106.79
Країни з граничними ринками:	24.75	47.24	52.11	54.92	83.05	121.23	41.54	55.17
– країни Азії	36.54	76.02	78.80	81.74	109.55	184.20	59.84	69.00
– країни Європи	7.21	9.48	11.71	13.37	71.18	68.54	14.90	29.65
<b>Боргові цінні папери, державні</b>								
Світ	51.40	55.97	56.41	51.87	53.18	52.49	51.97	62.93
Європейський Союз	57.11	59.70	59.21	52.13	56.40	56.01	51.92	65.55
– Німеччина	43.19	48.37	50.07	45.39	51.01	51.20	44.83	55.41
– Великобританія	30.27	28.56	31.78	30.75	35.14	33.03	31.16	56.84
США	43.50	45.74	47.12	47.59	47.24	47.76	54.65	67.13
Країни з граничними ринками:	20.10	22.61	23.53	24.20	27.53	28.40	22.87	27.26
– країни Азії	19.08	20.55	21.81	22.41	32.34	34.17	30.73	31.09
– країни Європи	29.80	27.15	27.74	25.01	24.00	21.74	17.09	21.58
<b>Боргові цінні папери, приватні</b>								
Світ	83.41	87.72	85.34	80.76	89.41	93.85	85.14	96.26
Європейський Союз	88.55	99.27	97.75	93.79	113.66	123.87	119.10	152.73
– Німеччина	117.76	119.63	115.37	101.30	116.29	117.61	104.62	116.61
– Великобританія	88.38	105.10	82.79	83.88	102.57	106.00	116.99	159.43
США	138.52	145.53	144.97	143.81	155.38	168.64	157.64	157.05
Країни з граничними ринками:	14.49	14.64	13.54	13.23	15.49	16.85	15.06	15.16
– країни Азії	23.64	24.03	22.66	21.71	23.85	26.04	23.56	19.03
– країни Європи	2.97	3.04	3.26	3.27	4.21	4.92	4.68	5.91
<b>Активи комерційних банків</b>								
Світ	264.28	112.35	121.25	125.26	147.00	155.44	159.86	160.73
Європейський Союз	401.17	172.63	180.46	213.07	268.55	275.01	274.70	271.30
– Німеччина	421.48	119.99	125.93	125.01	152.20	195.51	178.08	151.52
– Великобританія	472.32	222.42	233.20	293.65	384.71	399.67	460.51	491.45
США	221.41	51.89	66.55	75.01	77.34	81.07	96.92	100.31
Країни з граничними ринками:	145.41	78.17	82.24	78.81	80.06	86.82	87.45	88.79
– країни Азії	202.96	112.29	127.38	120.93	119.61	125.39	131.53	126.27
– країни Європи	54.36	27.44	27.14	30.71	37.12	51.60	50.06	50.56

Джерело: дані МВФ.

### ПОКАЗНИКИ ФІНАНСОВОЇ ГЛИБИНИ: РЕГІОНАЛЬНИЙ ЗРІС

Згідно з даними Міжнародного валютного фонду, сумарні фінансові активи складаються з капіталізації фондового ринку, розміру державних та приватних боргових цінних паперів, а також активів комерційних банків.

Основним показником стану світового фінансового ринку є фінансова глибина, яка відображає відношення фінансових активів до ВВП (див. таблицю 1). Виходячи з наведених даних, можна стверджувати, що в цілому в світі відбувається суттєве перевищення обсягу глобальних фінансових активів над світовим ВВП (майже в 4 рази). При цьому економічно розвинуті країни значно більшою мірою насичені фінансовими інструментами порівняно з країнами з граничними ринками, а отже, здатні краще фінансувати економічне зростання. Фактично такі країни Європейського Союзу, зокрема Німеччина, а також США та Великобританія визначають рівень фінансової глибини світу. Криза 2008 року дещо призупинила темпи випередження фінансовими активами ВВП. На світовому рівні падіння показника фінансової глибини у 2008 році порівняно з 2007 роком становило 20%, але в регіональному розрізі поведінка даного показника неоднозначна.

Так, якщо поглянути на США, звідки й розпочалася криза, то падіння показника фінансової глибини становить лише 12%, і в 2009 році він уже зріс порівняно з 2008 роком на 10%, майже досягнувши рівня 2007-го. На показники фінансової глибини Великобританії криза практично не вплинула, оскільки динаміка сумарних активів у відсотках до ВВП протягом 2007–2008 років не змінилась, а в 2009 році суттєво зросла – більш як на 20%. Водночас значно постраждали країни з граничними ринками, особливо країни Азії та Європи, в яких у 2008 році знизився показник фінансової глибини більш як на 60%. Причини цього полягають у тому, що “розвинутих економік стає більше (сьогодні понад 30, завтра – 40–50); вбудована інфляція штовхає ціни фінансових активів угору; домінування в найближчі 5–10 років англо-саксонської моделі фінансів (з її значним вторинним фінансовим обігом, деривативами, сек’юритизацією, фінансовими ін-

новаціями); глобалізація, втягування в оборот нових ринків; відмова грошових систем від золота як “якоря” у 1970-х рр., скасування фіксації курсів та цін; сек’юритизація світу, заміщення реального обігу фінансовими ринками прав на товар; дематеріалізація фінансів (прискорення обігу), “демократизація” фінансових ринків, їх доступність” [4].

Слід зауважити, що динаміка показника фінансової глибини як загалом у світі, так і в розрізі окремих країн та регіонів не дає об’єктивної оцінки ситуації, яка на сьогодні склалася. Якщо проаналізувати динаміку поведінки окремих фінансових активів, то виявимо, що вона відповідає заходам, які застосовувалися країнами з метою виведення національних фінансових систем із кризи, зокрема – пріоритетам підтримки певних сегментів фінансового ринку.

Співвідношення основних складових сумарних фінансових активів і ВВП у розрізі окремих регіонів також неоднозначне. Найбільшим (майже вдвічі) було падіння після фінансової кризи саме капіталізації фондового ринку. Значно сильніше криза проявилася на граничних ринках, де падіння було в середньому більшим, ніж у три рази. А в європейських країнах із граничними ринками падіння відбулося більш як у 4.5 рази. Це частково пояснюється тим, що ці ринки передусім використовувалися інвесторами, в тому числі іноземними, як майданчики для спекулятивних операцій. Аналогічна ситуація виникла і в Україні, коли в результаті передусім відпливу “гарячих грошей” обсяг ринкової капіталізації скоротився більш як у 4.5 рази. Важливий і той факт, що економічно розвинуті країни світу вже практично відновлюють докризовий рівень показників, чого поки що не скажеш про країни з граничними ринками.

Відносно інших складових елементів глобальних фінансових активів, то в частині боргових зобов’язань та активів банків дуже суттєвих коливань не було, але їх якість значно погіршилась, як і фінансові результати діяльності банків та інших фінансових установ.

Як зазначалося вище, рівень фінансових активів суттєво перевищує рівень реального сектору економіки. Найтісніший зв’язок із валовим внутрішнім продуктом мають боргові цінні папери – як державні, так і приватні (див. таблицю 2). Найниж-

Таблиця 2. Кореляція обсягів фінансових активів до показника ВВП за регіонами світу

Регіон	Капіталізація фондового ринку	Боргові цінні папери, державні	Боргові цінні папери, приватні	Активи комерційних банків	Загальний обсяг фінансових активів
Світ	0.5847	0.9466	0.9749	0.6490	0.9062
Європейський Союз	0.5071	0.9173	0.9233	0.7047	0.8734
– Німеччина	0.5490	0.9319	0.9442	0.0258	0.5069
– Франція	0.7726	0.9189	0.9592	0.7905	0.9030
– Великобританія	0.5085	0.5904	0.7136	0.7094	0.7936
США	0.3170	0.8717	0.9774	-0.0868	0.7517
Країни з граничними ринками:	0.6706	0.9681	0.9859	0.9146	0.9003
– країни Азії	0.6042	0.6042	0.9472	0.9152	0.8800
– країни Європи	0.6002	0.9473	0.9656	0.9561	0.8746

Джерело: розраховано автором.

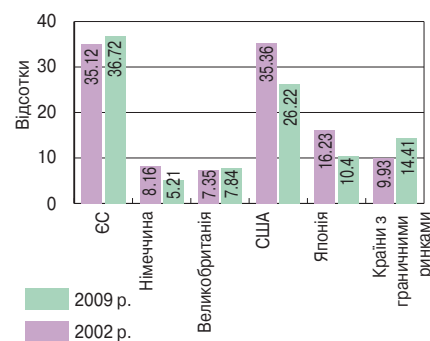
чий рівень кореляційної залежності у показника капіталізації фондового ринку, який у середньому в світі становить близько 50%. Така ситуація зумовлена тим, що останнім часом головною метою фінансового менеджменту корпорацій є зростання ринкової вартості компанії, яке іноді абсолютно не виправдане і є причиною зростання капіталізації фондового ринку.

У другій половині ХХ ст. “мода” на виплату реальних дивідендів минула, адже двовідсоткова дохідність не приваблювала учасників фінансового ринку, коли зростання ринкової вартості активів за рік у середньому становило близько 20%. Хоча саме в період фінансової кризи, зокрема в 2008 році, компанії суттєво підвищили рівень дивідендної дохідності, намагаючись довести акціонерам ефективність своєї діяльності, особливо в країнах із граничними ринками. Так, якщо середнє значення показника “дивідендний вихід” протягом останніх 10 років (за період 2000–2010 рр.) у країнах із граничними ринками становило 2.5%, то в 2008 році – 4.1%.

### РЕГІОНАЛЬНА СТРУКТУРА ГЛОБАЛЬНИХ ФІНАНСОВИХ АКТИВІВ

Глобальне фінансове середовище складається з конкуруючих фінансових центрів, що працюють у різних умовах національного регулюючого механізму за різними стандартами бухгалтерського обліку і методами функціонування ринку. Сполучені Штати Америки на сучасному етапі – це безумовно найбільший ринок капіталу, що становить близько 40% глобальних активів і боргового капіталу (див. графік). Очевидним є й те, що на великі економічно розвинуті країни, такі як США, Японія, країни Європейського Союзу, в 2002 році припа-

Питома вага обсягів фінансових активів за регіонами світу



дало понад 85% світових фінансових активів, а вже в 2009 році їх частка зменшилася і становила 73%.

При цьому певний вплив на зміни, що відбуваються на міжнародному фінансовому ринку, мають нові ринки капіталу, які сформувалися за останні роки в країнах, що розвиваються. До них також належить і Україна. Справді, спочатку, коли фінансові ринки обслуговували передусім реальний сектор економіки (вони допомагали страхувати корпорації від валютного ризику), за їх допомогою фінансувалися реальні інвестиційні проекти. Розвиток фінансового ринку підпорядковувався розвитку економіки країни, передусім розвитку реального сектору економіки. Але поступово ситуація почала змінюватися, і нині вона абсолютно протилежна, оскільки у світовому просторі саме розвиток фінансового ринку зумовлює темпи розвитку економіки країни. За аналізований період частка країн із граничними ринками поступово зростає – з майже 10% у 2002 році вона збільшилася до 15% в 2009-му, головну роль у цих змінах відіграють країни Азії, а саме Китай та Індія.

Дослідивши сформовану структуру глобальних фінансових активів, мо-



Таблиця 3. Структура фінансових активів за регіонами світу

Показники	2002 р.	2003 р.	2004 р.	2005 р.	2006 р.	2007 р.	2008 р.	2009 р.
<b>Світ</b>								
Капіталізація фондового ринку	14.68	25.21	25.69	26.80	26.69	28.34	15.63	20.32
Боргові цінні папери, державні	10.99	16.35	15.94	14.72	13.46	12.46	14.76	15.67
Боргові цінні папери, приватні	17.83	25.62	24.12	22.92	22.63	22.28	24.19	23.97
Активи комерційних банків	56.50	32.82	34.26	35.55	37.21	36.91	45.42	40.03
<b>Європейський Союз</b>								
Капіталізація фондового ринку	10.45	18.19	18.29	17.21	17.92	17.11	8.73	11.74
Боргові цінні папери, державні	9.35	14.73	14.34	12.02	10.55	10.21	10.63	11.82
Боргові цінні папери, приватні	14.50	24.49	23.67	21.63	21.27	22.57	24.39	27.53
Активи комерційних банків	65.69	42.59	43.70	49.14	50.25	50.11	56.25	48.91
<b>Німеччина</b>								
Капіталізація фондового ринку	5.59	13.46	12.95	13.87	15.02	14.82	8.45	10.69
Боргові цінні папери, державні	7.00	14.53	14.96	14.39	13.57	11.97	12.53	15.30
Боргові цінні папери, приватні	19.09	35.95	34.47	32.11	30.93	27.50	29.24	32.19
Активи комерційних банків	68.32	36.06	37.62	39.63	40.48	45.71	49.77	41.83
<b>Великобританія</b>								
Капіталізація фондового ринку	16.29	27.75	27.86	25.15	23.27	20.54	10.28	15.35
Боргові цінні папери, державні	4.29	5.79	6.59	5.64	5.16	4.87	4.59	6.80
Боргові цінні папери, приватні	12.52	21.33	17.17	15.38	15.06	15.63	17.25	19.07
Активи комерційних банків	66.91	45.13	48.37	53.84	56.50	58.95	67.89	58.78
<b>США</b>								
Капіталізація фондового ринку	20.78	34.81	34.97	33.88	34.63	32.66	20.81	24.76
Боргові цінні папери, державні	8.54	12.26	11.85	11.81	11.03	10.81	14.00	15.57
Боргові цінні папери, приватні	27.20	39.01	36.45	35.69	36.28	38.18	40.37	36.41
Активи комерційних банків	43.48	13.91	16.73	18.62	18.06	18.35	24.82	23.26
<b>Країни з граничними ринками</b>								
Капіталізація фондового ринку	12.09	29.04	30.40	32.09	40.29	47.86	24.88	29.60
Боргові цінні папери, державні	9.82	13.90	13.73	14.14	13.36	11.21	13.70	14.62
Боргові цінні папери, приватні	7.07	9.00	7.90	7.73	7.51	6.65	9.02	8.13
Активи комерційних банків	71.02	48.06	47.97	46.05	38.84	34.28	52.39	47.64

Джерело: дані МВФ.

жемо зробити висновок, що світова фінансова система має борговий характер, адже близько 40% цих активів становлять боргові цінні папери (як державні, так і приватні), 40% – активи комерційних банків, основна маса яких – кредити. Дані, наведені в таблиці 3, зокрема частка показника капіталізації фондового ринку (20%) та активів комерційних банків (40%) у структурі глобальних фінансових активів, ще раз підтверджують тезу про

те, що в сучасних умовах домінує банкоцентричний характер фінансового ринку. Тобто банки відіграють головну роль у регулюванні світових фінансових потоків, що й підтвердили першопричини світової фінансової кризи (іпотечна криза в США, проблеми транснаціональних банків “Леман Бразерс”, “Сіті груп” та інших). Слід також підкреслити, що роль банків у банкоцентричній та ринково орієнтованій моделях фінансового ринку сут-

тєво відрізняється. Тим більше банки в банкоцентричній моделі (характерна для країн Європейського Союзу та країн з граничними ринками) є основними учасниками операцій і на фондовому ринку, що ще більше посилює їх значущість у глобальній фінансовій системі.

Водночас, у розрізі ключових фінансових центрів існують суттєві розбіжності в структурі фінансових активів – зокрема протилежні дані маємо щодо структури фінансових активів США, де функціонує класичний фінансовий ринок, і відповідно частка активів комерційних банків найменша.

Отже, проведене дослідження дає змогу зробити висновки, що світова криза призвела до “лопання” фінансової бульбашки лише частково, в країнах із граничними ринками. Фінансові ринки економічно розвинутих країн поступово відновлюються. Такі тенденції потребують перегляду та застосування жорсткіших підходів до фінансового регулювання та нагляду, зокрема й у глобальному масштабі. В цьому контексті важливого значення набуває запровадження нових вимог Базельського комітету з банківського нагляду, відомих як Базель III, прийнятих у вересні 2010 року, які є насамперед більш жорсткими щодо якості та розкриття інформації рейтинговими кредитними агентствами.

### Література

1. Корнєєв В.В. Регулювання ринків капіталу: проблема таргетування кредиту / В.В. Корнєєв // Науковий вісник Національного університету ДПС України (економіка, право). – 2010. – № 1 (48). – С. 16–21.
2. Мау В. Драма 2008 года: от экономического чуда к экономическому кризису / В. Мау // Вопросы экономики. – 2009. – № 2. – С. 4–23.
3. Мошенский С. Рынок ценных бумаг. Трансформационные процессы / С.З. Мошенский. М.: Экономика, 2010. – 240 с.
4. Россия и мир: 2010. Экономика и внешняя политика. Ежегодный прогноз. // ИМЭМО РАН – Режим доступа: <http://www.imemo.ru>.
5. Смирнов А. Кредитный “пузырь” и перколяция финансового рынка / А. Смирнов // Вопросы экономики. – 2008. – № 10. – С. 4–31.
6. Creditless bubbles and logical fallacies. Independent strategy // Режим доступа: [http://www.instrategy.com/creditless\\_bubbles](http://www.instrategy.com/creditless_bubbles). Pdf.