В.Ю. Шевченко, канд. екон. наук, доц.

МІЖНАРОДНЕ ЗАЛУЧЕННЯ КАПІТАЛУ В ПОСТКРИЗОВИХ УМОВАХ

Виявлено особливості та умови міжнародного фінансування в період посткризового економічного розвитку. Розкрито сучасні тендеції міжнародного фінансування української економіки

The peculiarities of the international capital inflow under post-crisis conditions are determined. Current trends of external financing of the Ukrainian economy are discovered.

Ключові слова: міжнародне фінансування, міжнародні фінансові ринки, міжнародні фінансові ризики, посткризовий розвиток.

Keywords: international financing, international financial markets, international financial risks, post-crisis development

Фінансова криза та економічна рецесія 2008-2009 років обумовили суттєві зміни в світовому економічному розвитку та міжнародних фінансових ринках. Посткризові процеси значною мірою впливають на сучасний суперечливий розвиток міжнародної фінансової системи, регіональних та національних економік.

Фінансова криза та посткризові процеси продемонстрували високу взаємозалежность міжнародних та національних фінансових ринків. Відновлення стабільності фінансових систем багатьох розвинутих і трансформаційних країн відбувалося переважно за рахунок державних коштів у різних формах. Це обумовило зростання державного боргу за межі нормального рівня, фіскальну та валютну нестійкість, вплинуло на умови кредитування економік. Ситуація надмірного боргового навантаження на державні фінанси та значний зовнішній борг багатьох країн Європи обумовила нестабільність фінансових ринків та спільної валюти євро.

Під впливом таких посткризових факторів змінилися умови та можливості зовнішніх запозичень, вимоги до залучення боргового та венчурного капіталу. В той же час трансформаційні економіки, в тому числі України, потребують значних обсягів зовнішнього капіталу для фінансування посткризової модернізації та інноваційного розвитку.

Метою статті є виявлення факторів та особливостей залучення міжнародного фінансування у посткризовий період, в тому числі для трансформаційних економік.

Алгоритм дослідження спирається на використання системного та порівняльного аналізу факторів, ризиків та специфіки залучення капіталу на основних сегментах міжнародних фінансових ринків, виявлення впливу умов міжнародного залучення на розвиток економіки у посткризовий період.

Розвиток фінансових ринків, умови та форми міжнародного залучення капіталу відіграють суттєву роль у економічному розвитку. Функція фінансових ринків з акумуляції та постачання грошей до економіки змінюється як відповідно циклічних процесів у економічних системах, так і у суперечливій взаємодії з коливаннями попиту на фінанси з боку корпорацій, домогосподарств та держав.

Дослідження тенденцій фінансових ринків, глобальної фінансової кризи та її впливу на українську економіку здійснено у працях В.М.Геєця, В.Д.Базилевича, А.М.Гальчинського, Т.Вахненко, А.Б.Камінського, Д.Г.Лук'яненка, І.О.Лютого, В.І. Мазуренко, В.І.Міщенко, С.В.Науменкової, А.С.Філіпенка та інших.

Сучасні проблеми залучення фінансування на міжнародних фінансових ринках досліджуються у працях зарубіжних вчених С.Валдеса, Д. Мадури, Ф.Мишкіна, П.Муліно, К.Пілбем, У.Шарпа, С.Фроста, Ф.Фабоззі, Т.Франкеля та інших. Аналізуються фактори структурних змін на фінансових ринках, чинники та динаміка різних форм залучення фінансування, особливості міжнародних фінансових ринків під час глобальної фінансові кризи та у післякризовий період.

Попит на міжнародне боргове фінансування корпорацій залежить від великої кількості внутрішніх та зовнішніх факторів, зокрема: особливостями життєвого циклу та конкурентоздатності компанії, економікою інвестиційного проекту, станом ринків. Воно також залежить від моделей, ринкових та регуляторних особливостей фінансування корпорацій у певних країнах.

Основними зовнішніми факторами доступу компаній до довгострокового фінансування є:

1) Ступінь лібералізації доступу до національних та міжнародних фінансових ринків (ведення корпоративних рахунків за кордоном, режи доступу до ринків кредитів і боргового фінансування), кон'юнктура міжнародних ринків.

2) Порівняльні вартісні та регуляторні умови виходу на різні сегменти національних та міжнародних фінансових ринків.

3) Інституційне та політичне середовище, відповідні регуляторні умови щодо залучення фінансування та законодавчого забезпечення.

4) Наявність ринкової інфраструктури ефективного залучення фінансування (посередників, які надають інформаційну, консультаційну підтримку, здійснюють платіжні операції, хеджування ризиків та ін.).

Взаємодія внутрішніх та зовнішніх факторів спричиняє невизначеність щодо майбутньої ефективності використання зовнішніх залучень, існування макроекономічних, фінансових, валютних, політичних ризиків.

На вибір джерел фінансування також впливають особливості залучення фінансових ресурсів підприємствами в різних країнах, або переважаюча національна модель фінансування корпорацій. За цією ознакою виділяються моделі: англо-американська, орієнтовану на максимізацію поточної вартості акцій та добробуту акціонерів, переважне залучення акціонерного капіталу на фінансових ринках; європейську та японську моделі, що ґрунтуються на максимізації вартості компанії та переважанні залучення кредитів банків. Особливістю трансформаційних та економік, що розвиваються, є високий рівень корупції, яка економічно виступає як своєрідне додаткове витратне обтяження діяльності компаній та впливає на залучення фінансування.

Посткризовий розвиток виявив значні зміни у характері національних і міжнародних економічних та фінансових процесів. У світовій економіці виявилися специфічні посткризові асиметрії як результат взаємодії глобальних та національних процесів:

- феномен „двошвидкісного" відновлення світової економіки (double-speed economic recovery): у більшості розвинутих країн – незначні темпи економіки та структурні проблеми (безробіття, стагнація попиту, скорочення бюджетних витрат); водночас - високі темпи економіки на зростаючих ринках (emerging markets) Азії та Латинської Америки і трансформаційних економіках [10];

- різні можливості країн по відновленню економік до передкризового рівня

(різні показники кризового падіння та посткризових темпів економіки); зокрема, в Україні докризовий рівень ВВП у номінальних цінах за різними експертними оцінками повинно бути відновлено протягом 2012;

- тенденції зміни світового світового економічного порядку – очікується, що США можуть поступитися статусом найбільшої за обсягом ВВП економіки світу Китаю впродовж нинішньої декади;

- значний дефіцит держбюджету у багатьох розвинутих і трансформаціних країнах та обмежені можливості його фінансування, при цьому збільшення державних внутрішніх запозичень для покриття дефіциту веде до скорочення національних ресурсів фінансування трансформаційних економік;

- концентрація валютних резервів та фінансових ресурсів у зростаючих країнах Азії та нафтоекспортуючих державах;

- посткризове відновлення трансформаційних економік на існуючій технологічній базі не дозволяє досягти підвищення конкурентоздатності, тому ці країни повинні спиратися на стратегії модерніізації та інновацій, що, однако, супроводжується дефіцитом венчурного капіталу та довгострокового фінансування, переміщенням високотехнологічних виробництв до зростаючих ринків;

- на фоні світового інноваційного процесу загострюються проблеми енерговитратної та зношеної інфраструктури у багатьох трансформаційних економіках, особливо у Центральній Азії та Україні, а неефективність основних фондів у енергетиці, транспорті, житлово-комунальному господарстві, базових галузях промисловості вимагають значного фінансування в реконструкцію та модернізацію.

Таким чином, для трансформаційних економік економічні та фінансові умови для посткризового розвитку стали асиметричними:

- з одного боку, суттєво зростають потреби у зовнішньому залученні капіталу для посткризової модернізації та освоєння інноваційної моделі розвитку;

- з іншого – можливості залучення зовнішнього фінансування звужуються в силу структурних та регуляторних змін на міжнародних фінансових ринках.

У посткризовий період відбуваються суттєві зміни у функціонуванні фінансових ринків, що впливає на умови внутрішніх і зовнішніх запозичень, особливо для трансформаційних економік.

Внутрішні джерела фінансування трансформаційних економік відзначаються високою ціною, що залежить від макроекономічних факторів, зокрема високого рівня інфляції. Це обмежує здатність національних банківських систем у кредитування модернізації економіки, робить умови фінансування несприятливими для великомасштабних та інноваційних проектів, а також для іпотечного кредитування.

Різниця у процентних ставках по внутрішнім та зовнішнім кредитам та облігаціям стає важливим фактором, що визначає економічну доцільність та обсяги залучення капіталу, стимулює компанії до пошуку альтернативних джерел фінансування на міжнародних ринках.

Таблиця 1. Умови кредитування внутрішніх позичальників (середньозважена % ставка по кредитам у національній валюті) в докризовий та післякризовий періоди, 2006-2009 роки.

	2006	2007	2008	2009
Велика Британія	4,65	5,52	4,63	1,63
Італія	5,62	6,33	6,84	4,76
Індія	11,19	13,02	13,31	12,19
Канада	5,81	6,10	4,73	2,40
Китай	6,12	7,47	5,31	5,31
Росія	10,43	10,03	12,23	15,31
США	7,96	8,05	5,09	3,25
Україна	15,47	13,90	17,49	20,86

Джерело: складено автором за даними статистичної бази Світового банку - // Електронний ресурс: http://data.worldbank.org/indicator/FR.INR.LEND

Основними особливостями залучення коштів на національних фінансових ринках в різних країнах в період світової фінансової кризи та після неї, як свідчать дані Світового банку, є наступні:

- ціни залучення капіталу на національних ринках, що відображається у процентних ставках по кредитам, зростали напередодні кризи та знижується у посткризовий період майже у всіх країнах, за включенням трансформаційних економік Росії та України, де суттєвим є вплив високої інфляції та значних фінансових і політичних ризиків;

- у посткризовий період найнижчі процентні ставки спостерігаєтья у розвинутих країнах, зокрема в Канаді (2,4% у 2009 р.), Італії (4,76%), Великій Британії (1,63%) і США (3,25%), незважаючи на високий дефіцит бюджету та державний борг у більшості країн;

- в зростаючих економіках, наприклад у Китаї, Сінгапурі, Гонконзі та інших, процентні ставки мають стійку тенденцію до зниження та у посткризовий період знаходяться на рівні 5-7%, що дозволяє кредитувати економічний розвиток інноваційного типу;

- у більшості трансформаційних економік після кризи процентні ставки зросли у пірівнянні з передкризовими рівнями, а у деяких країнах вартість залучень робить їх

недоступними для нормального кредитування економіки – це стосується перш за все процентних ставок у Росії (15,31% у 2009 році) та України (20,89% у 2009 р.).

Висока вартість залучення в трансформаційних економіках обумовлює необхідність активного використання джерел зовнішнього фінансування, де вартість капіталу є значно меншою, ніж на національних ринках.

На міжнародних фінансових ринках в посткризовий період значно зросла чутливість до країнових ризиків, обмежились обсяги та умови інструментів трансферу кредитних ризиків, відбуваються структурні та регуляторні зміни:

- зросли національні та міжнародні регуляторні вимоги до капіталу банків (Базель-III), посилився контроль над діяльностю диверсифікованих транснаціональних банків, що негативно вплинуло на кредитну активність;

- міжнародні банки повертаються до традиційного підходу у кредитування та більш жорстких оцінок кредитних ризиків, відповідно змінюються вимоги до позичальників та умови надання кредитів;

- європейські банки мають значні збитки в трансформаційних економіках Центральної та Південно-Східної Європи і СНД в силу більш значних, ніж в розвинутих країнах, обсягів „поганих" кредитів (прострочених та дефолтів), відповідно вони реструктурують кредити та обмежують надання нових;

- зростає ризикованість державних облігацій та відповідно процентні ставки по ним, що обмежує можливості фінансування бюджетних дефіцитів і зовнішніх боргів, негативно впливає на можливсті фінансування економіки;

- міжнародні фінансові ринки набувають більш спекулятивного характеру, зацікавленість інвесторів переміщується з акцій та облігацій на товарні деривативи (нафта, зерно та інші), золото, валютні спекуляції, хедж-фонди.

Несприятливі умови кредитування після фінансової кризи на українському ринку супроводжуються скороченням запозичень на зовнішніх ринках.

Таблиця 2. Обсяги залучень синдикованих кредитів (млрд. дол. США)

Країна	2006	2007	2008	2009
Україна	2	6,3	2,3	*0,76*
Росія	35,5	81,3	57,6	*21*
Казахстан	8,2	7,7	7	*0,3*
Польща	5	2,6	2,9	*2*

Джерело: складено за даними BIS Quarterly Review. March 2010. – www.bis.org.

Обсяг залучених міжнародних синдикованих кредитів українськими компаніями у 2009 році склав близько 758 млн. дол., що в 3 рази менше, ніж у 2008 році. Подібні процеси відбуваються у інших трансформаційних економіках, але масштаби скорочення в них перевищують загальносвітову тенденцію значного зниження обсягів кредитування.

В сучасних умовах доступність та вартість залучення міжнародного фінансування залежить від системних чинників світових фінансових ринків та оцінки ризиків національної економіки. Основними параметрами впливу на вартість залучення зовнішнього фінансування українськими компаніями є:

- дохідність US Treasury Bonds - облігацій Казначейства США;
- спред між дохідністю облігацій Казначейства США та дохідністю облігацій українських емітентів (розрахувується як індекс EMBI+Україна -Emerging Markets Bond Index);
- базисної ставки міжбанківських запозичень LIBOR;
- наявності в емітента рейтингу міжнародних агенцій;
- параметрів останніх аналогічних випусків на ринку;
- стабільності національної валюти.

В періоди фінансової кризи та після неї вказані параметри мали суперечливі тенденції.

Таблиця 3. Основні міжнародні передумови залучення зовнішнього фінансування українськими позичальниками, 2007-2010 роки.

	Січень 2007	Лютий 2008	Лютий 2009	Березень 2010
Дохідність облігацій казначейства США	5.25 %	1.00%	0.25%	0.25%
LIBOR	5.4%	2.38%	0.99 %	0.87 %
EMBI+ Україна	122	2024	1005	468
Суверенний рейтинг України FITCH	BB-/Positive (25.10.2006-14.05.2008)	BB-/Negative (25.09.2008)	B-/Negative (12.11.2009)	B-/Stable (17.03.2010)
Гривня/доллар США	5.05	7.56	7.98	7.92

Джерело: складено та розраховано за даними НБУ, Fitch Ratings, IMF Data and Statistics, The Federal Reserve System USA.

Базисні параметри міжнародних ринків – дохідність облігацій Казначейства США та ставки LIBOR суттєво знизились. Але спреди по облігаціям українських емітентів значно коливалися, а суверенні кредитні рейтинги міжнародних агенцій не досягли передкризових значень.

Тому незважаючи на зниження основних індикаторів ринку, вартість боргового фінансування для українськиx позичальників суттєво зросла за останні роки. Серед основних причин здорожчення можна виділити: зменшення ліквідності на світовому фінансовому ринку, високі ризики трансформаційних економік, повільне відновлення темпів економічного зростання, суперечливі тенденції світових товарних ринків та кон'юнктури українського експорту, висока інфляція.

Чинники зростання вартості залучення фінансових ресурсів для України можна прослідкувати через зміну динаміки індексу JPMorgan Emerging Markets Bond Index+ Україна. Цей показник досяг свого піку у 2024 пунктів наприкінці 2008 року, що відображало більш значну, ніж в інших країнах, глибину кризи української економіки. Проте вже у 2009 році спреди державних облігацій починають поступово знижуватись, сигналізуючи про зниження ризиків і повереннння попиту до українських цінних паперів.

Тенденції оцінки країнового ризику України відображаються у змінах її суверенного кредитного рейтингу в іноземній валюті, що розраховується міжнародними рейтинговими агенствами, зокрема агентством Fitch Ratings. Через погіршення економічних показників та зростання валютного ризику у третьому кварталі 2008 року агенція Fitch понизила рейтинг України до найнижчої відмітки за останні 10 років – «BB-/Negative». Однак, вже наприкінці 2009 – початку 2010 Fitch підвищує рейтинг нашої країни спочатку до «B-/Negative», а потім до «B-/Stable», прогнозуючи посилення макроекономічної та фінансової стабільності.

Різке знецінення гривні по відношенню до долара в період кризи спричинило підвищення вартості обслуговування іноземних запозичень (сплати відсоткових ставок та основного боргу) в національній валюті по іноземним запозиченням. Це негативно вплинуло на активність українських компаній на ринках зовнішніх запозичень.

Таким чином, посткризовий період повинен мати пріоритетом всебічну модернізацію економіки на сучасній технологічній базі. Таке завдання можна вирішити лише за рахунок значних залучень зовнішнього фінансування на міжнародних ринках. Потреби української економіки у зовнішньому фінансуванні можуть бути забезпечені лише за умов системних перетворень – структурних реформ, подолання корупції, ефективної правової системи, створення умов та стимулів всебічної модернізації та інноваційного розвитку. Без таких системних перетворень більш тісна інтеграція на будь-якому векторі буде означати консервацію моделі „залежного розвитку" та зменьшення потенціалу національної конкурентоздатності.

Література:

1. Мазуренко В.І. Світова фінансова криза 2007-2010 рр.: глобальний та національний виміри. – Дніпропетровськ, ПП видавництво „Нова ідеологія", 2009. – 216 с.
2. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. – М.: ИНФА-М, 1998. – XII, 1028 с.
3. Національний банк України. Статистичні дані. [Електронний ресурс].- Режим доступу: http://www.bank.gov.ua
4. BIS Quarterly Review [Electronic source] /Bank for International Settlements Publications. – March 2010 – Available at: http://www.bis.org /
5. Dictionary of Financial and Investment Terms/John Downes, Jordan Elliot Goodman – New York: Barron's, 1991. - 537 pp.
6. Eaker M. International Corporate Finance / Eaker M., Fabozzi F., Grant D. –The Dryden Press, 1996 – 588 p.
7. Financial Markets Trends. March 2010. – OECD, Paris, 2010
8. Global Financial Stability Report October 2010. [Electronic source] // International Monetary Fund. Washington, 2010 – Available at: http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/
9. World Economic Outlook (WEO). September 2010. [Electronic source] // International Monetary Fund. Washington, 2010 - Available at: http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/
10. World Economic Outlook (WEO). Tensions from the Two-Speed recovery: Unemployment, Commodities, and capital Flows. April 2011. [Electronic source] // International Monetary Fund. Washington, 2010 - Available at: http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/
11. World Bank. Data. Financial sector - [Electronic source] - Available at: http://data.worldbank.org/indicator/FR.INR.LEND