



УДК: 336.02:339.72

**Шпенюк О. Є.**

*молодший науковий співробітник*

*Інституту економіки та прогнозування НАН України*

## **ВПЛИВ ФІНАНСОВОЇ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ НА РОЗВИТОК НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ**

*Розглянуто сутність процесів фінансової глобалізації та їхній вплив на параметри розвитку національної економіки. Узагальнено основні позитивні та негативні аспекти фінансової глобалізації для країн, що розвиваються. Зосереджено увагу на ризиках, породжених спрощенням доступу до міжнародних ринків фінансових ресурсів у результаті підвищення фінансової відкритості. Наведено основні показники, що характеризують ступінь фінансової інтеграції України порівняно з іншими країнами із низьким та середнім рівнем доходів, а також визначено ряд факторів, які обмежують можливості отримання потенційних переваг фінансової глобалізації в умовах України.*

*Ключові слова: фінансова глобалізація, фінансова інтеграція, лібералізація фінансових ринків, потоки капіталу.*

**JEL: F 6 5**

Інтенсивна взаємодія міжнародного фінансового ринку з національними ринками капіталу призвела до їхньої фактичної інтеграції та формування на цій основі загальносвітового фінансового ринку, отримавши назву фінансової глобалізації. Фінансова глобалізація вважається найбільш динамічним елементом глобалізації, який демонструє зростаючу фінансову єдність та взаємозалежність фінансово-економічних систем країн світу, а тому визначає шляхи і характер розвитку національних економік.

У наукових колах під фінансовою глобалізацією прийнято розуміти вільний та ефективний рух капіталів між країнами та регіонами, функціонування глобального ринку, формування системи наднаціонального регулювання міжнародних фінансів, реалізацію глобальних фінансових стратегій ТНК і транснаціональних банків [1]. Це інтеграція країни у міжнародну фінансову систему, що базується на фінансовій лібералізації та використанні послуг міжнародних фінансових посередників.

Активному розвитку фінансової глобалізації в останні роки сприяв ряд факторів: лібералізація фінансової діяльності, скорочення трансакційних витрат, необмежені технологічні можливості для здійснення фінансових угод між суб'єктами з різних країн упродовж короткого строку тощо. Водночас курс на фінансову лібералізацію потребував значних змін у економічній політиці країн. Зокрема, він став однією з основних причин відмови від фіксованих валютних курсів, стимулював удосконалення системи пруденційного регулювання, зумовив необхідність гармонізації національних стандартів і норм права шляхом їхнього узгодження або прийняття загальноновизнаних правил [2]. Активно критикують глобалізацію провідні економісти, теоретики і практики, зокрема, Дж.Стігліц вказує на те, що глобалізація вигідна для тих країн, які "взяли свою долю у власні руки і усвідомили роль, яку держава може зіграти у розвитку, замість того щоб покладатися на саморегулюючий ринок", і який руйнівний вплив вона може чинити на країни, які розвиваються, особ-



ливо на найбільшій з них [3], аргументуючи це не просто внутрішньою слабкістю економіки та фінансової системи, а й недосконалістю міжнародних ринків, котрі останнім часом почали відігравати роль каналу передачі реальних і фінансових шоків від однієї країни до іншої.

Нобелівський лауреат з економіки М.Алле вважає, що фінансова глобалізація руйнує умови зайнятості (через інтенсивну міграцію населення) і економічного зростання, що може призвести до виникнення фінансової кризи, яка викликає вплив інвестицій з країн, що розвиваються, і скорочення припливу нових, оскільки, по суті, основними "жертвами" наростаючої в ході фінансової глобалізації нестійкості всієї світової фінансової архітектури є саме ці країни [4, с. 17–23].

Основними аргументами прихильників фінансової глобалізації є: розширення фінансових альтернатив для вітчизняних підприємств, поява нових потенційних інвесторів, зниження вартості залучення капіталу, надходження прямих інвестицій у реальний сектор, – що може мати своїм прямим ефектом зростання рівня доходів та прискорення економічного зростання в країні. Хоча однозначно позитивним процес глобалізації назвати не можна, адже існують і його негативні сторони (рис. 1).

Кваліфікуючи фінансову глобалізацію як взаємозв'язок між державами, що виникає на основі транскордонного володіння фінансовими активами, експерти МВФ визначають рівень фінансової інтеграції країн на основі розрахунку відношення їхніх валових зовнішніх активів і зобов'язань до ВВП. Такий підхід, в основі якого лежить взаємозв'язок фінансової інтеграції країн і лібералізації руху капіталу – тобто чим вища відкритість для потоків капіталу, тим вищий ступінь міжнародної фінансової інтеграції і навпаки, – є досить зручним, оскільки дає можливість оцінити реальний вплив міжнародної фінансової інтеграції країни на її макроекономічну динаміку. Недаремно експерти МВФ вважають, що найбільш адекватними індикаторами оцінки рівня міжнародної фінансової інтеграції є показники масштабів зовнішніх активів і пасивів країн, а не інституційні показники, котрі базуються на оцінці ступеня та ефективності державного регулювання та контролю за рухом капіталу [5, 6].

Особливо швидких темпів фінансова інтеграція набула у 1990–2000 рр. серед розвинених країн, меншою мірою – серед країн із низькими та середніми доходами. Сьогодні ця тенденція продовжується. Так, на початок 2013 р. обсяг зовнішніх активів/зобов'язань у розвинених країнах перевищував 200% ВВП (наприклад, на 01.04.2013 р. обсяг зовнішніх активів становив: у Німеччині – 268,6% ВВП, Великій Британії – 663,2% ВВП, Нідерландах – 527,7% ВВП; а обсяг зовнішніх зобов'язань відповідно: 226,7%, 662,9 і 470,2% ВВП). Країни із середнім та низьким рівнем доходів через наявність певних заходів із обмеження руху капіталів менш інтегровані до світових ринків, тому й масштаби їхніх зовнішніх активів і пасивів значно менші (табл. 1).

Як свідчать дані, наведені у табл. 1, середні значення ключових показників фінансової інтеграції для країн із середнім та низьким рівнем доходів значно відстають від показників розвинених країн, що підтверджує тезу про суттєве зміцнення позицій провідних країн на фінансовій арені світу. В Україні на 01.01.2013 р. активи міжнародної інвестиційної позиції України оцінювалися на рівні 143,9 млрд дол. США, або 81,6% ВВП за 2012 р., тоді як пасиви – 203,4 млрд дол. США, або 115,4% ВВП. Це свідчить про доволі високий ступінь фінансової інтеграції нашої країни. Серед країн із низьким і середнім рівнем доходів Україна відзначалася як високим відносним показником зовнішніх активів (перевищення в 1,5 раза середнього показника для цих країн), так і високим рівнем зовнішніх пасивів (перевищення середнього показника на 18,6%).

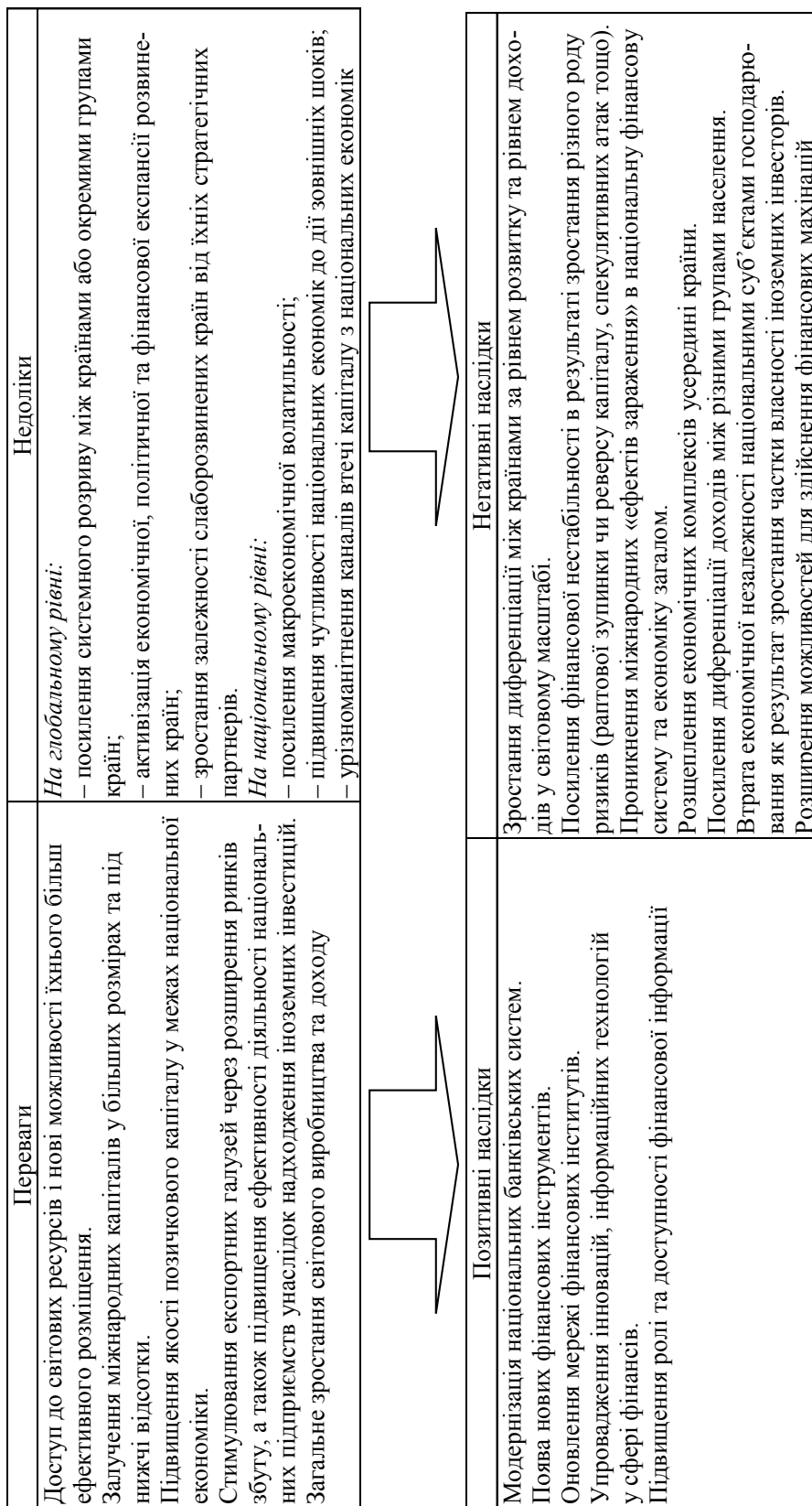


Рис. 1. Переваги та недоліки фінансової глобалізації та їхні наслідки

Джерело: авторська розробка.



Таблиця 1

## Міжнародна інвестиційна позиція країн із середнім та низьким рівнем доходів на 01.01.2013 р.

|    | Країна         | Активи       |             | Пасиви       |             | Чиста міжнародна інвестиційна позиція |              |
|----|----------------|--------------|-------------|--------------|-------------|---------------------------------------|--------------|
|    |                | млн дол. США | % ВВП       | млн дол. США | % ВВП       | млн дол. США                          | % ВВП        |
| 1  | Аргентина      | 258.0        | 0.1         | 212          | 0.0         | 46                                    | 0.0          |
| 2  | Вірменія       | 5075         | 50.4        | 11908        | 118.3       | -6834                                 | -67.9        |
| 3  | Білорусь       | 17287        | 27.3        | 47205        | 74.6        | -29917                                | -47.3        |
| 4  | Бразилія       | 730739       | 30.5        | 1556376      | 65.0        | -825637                               | -34.5        |
| 5  | Колумбія       | 108563       | 29.7        | 199908       | 54.6        | -91346                                | -25.0        |
| 6  | Чилі           | 292729       | 109.2       | 337439       | 125.8       | -44710                                | -16.7        |
| 7  | Коста-Рика     | 15402        | 34.1        | 30681        | 68.0        | -15279                                | -33.9        |
| 8  | Еквадор        | 22898        | 28.3        | 32526        | 40.2        | -9628                                 | -11.9        |
| 9  | Ель-Сальвадор  | 7405         | 31.1        | 21203        | 89.0        | -13797                                | -57.9        |
| 10 | Грузія         | 5798         | 36.4        | 21565        | 135.3       | -15768                                | -99.0        |
| 11 | Угорщина       | 312273       | 246.1       | 435029       | 342.9       | -122757                               | -96.8        |
| 12 | Індонезія      | 171          | 0.0         | 533          | 0.1         | -362                                  | 0.0          |
| 13 | Індія          | 443517       | 24.3        | 724010       | 39.7        | -280493                               | -15.4        |
| 14 | Йорданія       | 20431        | 65.5        | 47014        | 150.6       | -26583                                | -85.2        |
| 15 | Казахстан      | 161882       | 82.4        | 187149       | 95.3        | -25267                                | -12.9        |
| 16 | Латвія         | 31551        | 111.2       | 50571        | 178.2       | -19020                                | -67.0        |
| 17 | Литва          | 21994        | 52.2        | 45020        | 106.8       | -23026                                | -54.6        |
| 18 | Македонія      | 4999         | 51.7        | 10512        | 108.6       | -5513                                 | -57.0        |
| 19 | Мексика        | 471159       | 40.0        | 961201       | 81.7        | -490042                               | -41.6        |
| 20 | Молдова        | 3264         | 45.0        | 8617         | 118.8       | -5353                                 | -73.8        |
| 21 | Перу           | 100052       | 50.3        | 146427       | 73.6        | -46375                                | -23.3        |
| 22 | Румунія        | 69982        | 41.3        | 184378       | 108.9       | -114396                               | -67.5        |
| 23 | Філіппіни      | 119321       | 47.6        | 153104       | 61.1        | -33783                                | -13.5        |
| 24 | Туреччина      | 214137       | 27.0        | 628897       | 79.2        | -414761                               | -52.2        |
| 25 | Україна        | 143852       | 81.6        | 203416       | 115.4       | -59564                                | -33.8        |
|    | <b>Середнє</b> | -            | <b>53.7</b> | -            | <b>97.3</b> | -                                     | <b>-43.5</b> |

Джерело: розраховано за даними офіц. сайту Міжнародного валютного фонду : [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://dsbb.imf.org/Pages/SDDS/InterInvPos.aspx>>.

У структурі зовнішніх активів найбільш вагомою складовою були валюта і депозити – 99,2 млрд дол. США, резервні активи – 24,5 млрд дол. США, торгові кредити – 9,6 млрд дол. США і ПП – 9,4 млрд дол. У складі пасивів переважали довгострокові кредити в сумі 65,4 млрд дол. США, ПП в Україну – 73,3 млрд дол. США, портфельні інвестиції в інструменти боргу – 23,2 млрд дол. США. Показники обсягу зовнішніх активів і зобов'язань України свідчать про високий ступінь охоплення глобалізаційними процесами національних фінансових відносин. Однак маємо відзначити деяке уповільнення темпів зростання зовнішніх активів і пасивів України у післякризовий період, що було зумовлено зменшенням загального обсягу транскордонних операцій на фоні переоцінки ризиків фінансових вкладень в економіку України.



**Міжнародна інвестиційна позиція України на 01.04.2013 р., млн дол. США**

| <b>АКТИВИ</b>                                     | <b>143 852</b> |
|---|----------------|
| Резервні активи                                   | 24 546         |
| Прямі інвестиції за кордон                        | 9 351          |
| Портфельні інвестиції                             | 173            |
| Цінні папери, що дають право на участь у капіталі | 64             |
| Боргові цінні папери                              | 109            |
| Інші інвестиційні активи                          | 109 782        |
| Торгові кредити                                   | 9 571          |
| Короткострокові кредити                           | 387            |
| Довгострокові кредити                             | 77             |
| Валюта та депозити                                | 99 227         |
| Інші активи                                       | 520            |
| <b>ПАСИВИ</b>                                     | <b>203 416</b> |
| Прямі інвестиції в Україну                        | 73 314         |
| Портфельні інвестиції                             | 27 134         |
| Цінні папери, що дають право на участь у капіталі | 3 930          |
| Боргові цінні папери                              | 23 204         |
| Інші інвестиційні зобов'язання                    | 102 968        |
| Торгові кредити                                   | 21 310         |
| Короткострокові кредити                           | 3 358          |
| Довгострокові кредити                             | 65 363         |
| Валюта та депозити                                | 4 135          |
| Інші зобов'язання                                 | 8 802          |
| <b>Чиста міжнародна інвестиційна позиція</b>      | <b>-59 564</b> |

Джерело: Міжнародна інвестиційна позиція НБУ [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=81917>>.

Неокласична теорія економічного зростання розглядає фінансову глобалізацію як додатковий фактор підвищення продуктивності реального сектора економіки за рахунок надходження прямих інвестицій у результаті перетікання капіталу із багатих країн до бідних, оскільки в останніх доходність капіталу є вищою. Закономірно, що в такому разі ті країни, які мають економічні передумови для зростання, але яким бракує власних фінансових ресурсів, нарощують свій виробничий потенціал за рахунок зовнішніх капіталів, створюючи додаткові виробничі потужності та підвищуючи продуктивність виробничих факторів шляхом запровадження нових технологій. Тобто фактично чиниться позитивний вплив на сукупну факторну продуктивність за рахунок перерозподілу ресурсів і технологічних зовнішніх ефектів, що, на думку Р.Солоу, має своїм прямим наслідком зростання реального випуску. Наприклад, у 1980-х роках різниця між інвестиціями та заощадженнями у США була профінансована за рахунок припливу капіталів, що дозволило країні пришвидшити темпи розвитку. Крім цього, згідно з кейнсіанською теорією додаткові інвестиції як результат збільшення заощаджень впливають на зростання реального випуску через ефект мультиплікації та акселерації.



У контексті позитивного впливу фінансової глобалізації на економічний розвиток країни експерти ЮНКТАД вказують на додаткові можливості створення нових робочих місць, особливо у випадку надходження прямих інвестицій, та передачі передових технологій та інновацій.

У свою чергу, для країн – чистих кредиторів вигодою від глобалізації є вихід на зовнішні ринки, що дозволяє віднаходити сфери більш прибуткового вкладення інвестицій, збільшуючи тим самим ефективність інвестування.

Таким чином, відповідно до теоретичних концепцій фінансова відкритість сприяє прискоренню темпів економічного зростання завдяки підвищенню продуктивності реального сектора, особливо у країнах капіталодефіцитного типу з мінливими темпами зростання доходу, а також завдяки ефективному перерозподілу ресурсів та технологічному прогресу.

Грунтовний аналіз впливу фінансової відкритості на економічне зростання провели фахівці МВФ М.Айхан Коуз, Е.Прасад та ін. [7]. За допомогою широкого набору індикаторів, таких як співвідношення припливів капіталу до ВВП, прямих іноземних інвестицій до ВВП, валових зовнішніх активів до ВВП тощо, ці вчені довели прямий позитивний вплив фінансової глобалізації на темпи економічного зростання в результаті підвищення факторної продуктивності та стабільності споживання за рахунок ефективнішого розміщення капіталів, розподілу ризиків у глобальних масштабах, трансферу технологій тощо. Вони називають це так званим прямим каналом впливу. При цьому дослідники вводять поняття "порогових" (або допоміжних) умов позитивних змін в економіці внаслідок фінансової глобалізації, до яких відносять: розвиток внутрішніх фінансових ринків, розбудову фінансових інституцій, покращення якості управління та макроекономічну дисципліну (фіскальну збалансованість і стабільність цін). Вони вказують, що тільки взаємодія традиційного каналу впливу фінансової глобалізації за наявності певного "порогу" визначає остаточні показники зміни факторної продуктивності, споживання і економічного зростання [8].

Зауважимо, що досить часто ці "порогові" умови називають потенційними супутніми вигодами фінансової інтеграції, оскільки остання сприяє розвитку внутрішнього фінансового сектора, забезпечує дисципліну в макроекономічній політиці, підвищує ефективність роботи вітчизняних фірм, що опинилися в конкурентному середовищі з боку іноземних учасників тощо.

З огляду на зазначене вище фінансову глобалізацію можна розглядати як один із факторів прискорення економічного зростання. Проте емпіричні дослідження з використанням інструментарію регресійного аналізу не дали однозначних результатів щодо того, чи дійсно фінансова глобалізація позитивно позначається на ВВП.

Е.Рустамов, розглянувши близько 25 робіт МВФ, де аналізується зв'язок між темпами економічного зростання і ступенем фінансової відкритості, констатує, що переконливих свідчень на користь наявності такого зв'язку в країнах, що розвиваються, та країнах із ринками, що формуються, не виявлено. У тих же роботах, де такий зв'язок простежується, він вважається нестійким, оскільки може зникати при додаванні стандартних факторів, які впливають на економічне зростання [2].

Неможливість виявлення чітко визначеного позитивного впливу фінансової глобалізації на економічне зростання країн – реципієнтів іноземного капіталу частково пояснюється нерівномірним і хвилеподібним характером глобалізаційних процесів як на міжнародному, так і на національному рівнях. У своїх роботах В.Сіденко говорить про асинхронність та асиметричність глобалізації як її сучасні характеристики, які проявляються через високу концентрацію глобалізаційних процесів на одних територіях та їхню обмеженість на інших, створюючи тим самим "розрив розвитку" [9, с. 98–99].

С.Клаесенс та С.Шмуклер, дослідивши 39517 фірм із 111 країн за період 1989–2000 рр., стверджують, що інтеграція розвивається несиметрично. Вона прогресує,



але фірми інтернаціоналізуються здебільшого з великих та відкритих економік (із відсутністю контролю за мобільністю капіталів), де є високі доходи, хороша макро-економічна політика та інституціональне оточення. Асиметричність фінансової інтеграції полягає в тому, що і в розвинених країнах, і в країнах, що розвиваються, зростає кількість нових міжнародних компаній, співвідношення між кількістю міжнародних і внутрішніх фірм, співвідношення між вартістю цінних паперів, що торгуються на міжнародних ринках і на внутрішньому ринку; проте з погляду вартості компаній всі показники схиляються в бік розвинених країн, де функціонують найбільші глобальні корпорації. В географічному плані останні домінують у країнах Заходу та Азії. У підсумку автори стверджують, що процес глобальної фінансової інтеграції суттєво обмежується характеристиками країн та фірм, зокрема, це може стосуватися володіння іноземними цінними паперами в активах фінансових установ, іноземних активів і пасивів як частки активів комерційних банків тощо.

Звідси випливає такий важливий висновок: сама по собі фінансова глобалізація не є вирішальною силою економічного розвитку, автономно без проведення активної національної політики вона може дати поштовх до розвитку та реструктуризації фінансового сектора, тимчасово може збільшити доступ країни до світових заощаджень, проте фундаментальні підвалини національного виробництва у більшості випадків залишаються без змін. Крім того, для країн, які займають сильні позиції у світовому господарстві, тобто країн із сильним ринковим, інституційним середовищем, здоровою фінансовою системою, фінансова глобалізація створює нові перспективи і можливості зростання, а для слабких, непідготовлених економік, із малоефективними урядами та слабкою фінансовою системою генерує додаткові ризики, пов'язані з низькою конкурентоспроможністю і вразливістю до глобальних шоків. Тому з упевненістю можна стверджувати, що джерелом зазначених проблем є не власне процес глобалізації, що має об'єктивний характер, а неспроможність національних економічних систем повною мірою скористатися з його можливостей, тобто характер впливу фінансової глобалізації та її домінуючі ефекти залежать від рівня розвитку країни, її конкурентоспроможності, ефективності національної регуляторної системи, готовності її внутрішніх ринкових інститутів і агентів до входження зовнішніх гравців.

Л.Альфаре та ін. проаналізували причини перетікання капіталу до розвинених країн у 1970–2000 рр., а не до бідних, як це передбачається неокласичними моделями, і дійшли висновку, що факторами, котрі визначали напрям потоків капіталу, були висока якість та дієвість інститутів, які забезпечують реалізацію правових норм, захист прав власності, управління. А відносно невеликі обсяги інвестицій у країни, що розвиваються, були зумовлені ризиками, пов'язаними з інституційною слабкістю, і додатковими трансакційними витратами, що робило ці країни непривабливими для інвестування [10].

У роботі Г.Бекаерта та ін. виявлено значний позитивний вплив фінансової відкритості на економічне зростання за рахунок покращення якості ринкових інститутів та розвитку фінансової системи, причому в тих країнах, де якість інституційного середовища вища за середню, вплив лібералізації на зростання інвестицій у шість разів сильніший, ніж у країнах зі слабкими інститутами [11].

На основі багатьох досліджень можна зробити висновок, що одним із ключових чинників позитивного впливу фінансової глобалізації на економічний розвиток країни виступають інститути, які забезпечують реалізацію правових норм, захист прав власності, якісного державного управління, що у загальному підсумку впливає на інвестиційну привабливість країни. Крім цього, міцна інституційна система відіграє важливу роль у спрямуванні фінансових потоків на ПП і портфельних вкладень в інструменти участі у капіталі, тим самим полегшуючи міжнародний розподіл ризиків і підтримуючи економічне зростання.



В Україні чималу перешкоду для формування сприятливого інвестиційного клімату і відповідно залучення іноземних інвестицій, передусім створюють такі проблеми інституційного середовища, як: значна корупція, відсутність справедливої судової системи, недосконалість чинного законодавства, зростаючий адміністративний тиск, рейдерські атаки тощо. Ці та ряд економічних, політичних, культурних чинників разом створюють перешкоди для досягнення Україною потенційних вигод від фінансової інтеграції.

Наведені вище обґрунтування можуть бути узагальнені в рамках так званого умовного підходу, який передбачає, що стимулюючий вплив фінансової глобалізації реалізовується за наявності сильного та якісного інституційного середовища. З іншого боку, існує факторний підхід, у рамках якого фінансова глобалізація розглядається як фактор, що сприяє розвитку фінансових інститутів, щоб ті могли ефективно виконувати функцію залучення капіталу і його найбільш продуктивного використання, що і є ключовим чинником економічного зростання і скорочення бідності в країнах, що розвиваються. На цей аспект фінансової глобалізації звертає увагу Ф.Мишкін у своїй роботі [12].

Одним із найголовніших здобутків глобалізації для країн, що розвиваються, на думку С.Шмуклера, є розвиток національних фінансових секторів. Каналами, за якими цей ефект виявляється, є відкриття доступу до нових додаткових джерел фінансування, а також удосконалення фінансової інфраструктури. Іншою перевагою фінансової глобалізації є те, що кредитори і позичальники діють в умовах більш прозорої, конкурентної та ефективної фінансової системи, в результаті чого мінімізується проблема асиметричності інформації, котра є вагомою перешкодою для спрямування міжнародних потоків капіталу в країни, що розвиваються [13].

Фінансова глобалізація сприяє появі на внутрішніх ринках іноземних банків та інвестиційних компаній, в результаті чого посилюється конкуренція і підвищується ефективність посередницької діяльності, оптимізується розподіл ресурсів і полегшується доступ національних підприємств до кредитних ресурсів. У рамках цих положень основну вигоду повинні отримувати країни з ринками, що формуються, в яких недостатній рівень внутрішніх ресурсів компенсується за рахунок припливу капіталу, внаслідок чого знижуються відсоткові ставки, які є важливим стабілізаційним інструментом макроекономічної політики країн, що розвиваються.

Таким чином, без необхідної трансформації фінансової системи та посилення стійкості макроекономічного середовища фінансова глобалізація призводить до поглиблення існуючих деформацій і появи нових викликів – і саме з цим пов'язані проблеми з досягненням від неї позитивних ефектів. Із цих міркувань можна зазначити, що асиметричність ефектів фінансової глобалізації зумовлена такими принциповими передумовами: стабільністю макроекономічного середовища, стійкістю фінансової системи, інституціональною "силою" та імперфекціями глобальних ринків капіталу. Ці причини не взаємовиключні, вони взаємодоповнюють одна одну, тим самим посилюючи складність проблеми.

У контексті стабільності розвитку та економічного зростання серед найбільш дискусійних проблем в економіці на сьогоднішній день варто виділити наслідки мобільності капіталу. Щоб оцінити вплив фінансової та торговельної лібералізації на темпи економічного зростання, А.Торнел, Ф.Вестерманн та Л.Мартінес побудували регресійну модель на основі даних за 1980–1999 рр. для 33 країн, в яких співвідношення зовнішньоторговельного обороту і ВВП становило понад 30% і чистий приплив капіталу перевищував поріг у 10% ВВП. Результати моделювання показали, що внаслідок фінансової лібералізації зростання подушового ВВП становило 2,4% у рік, а внаслідок торговельної лібералізації – 1,8%; якщо в рівняння регресії включити обидві змінні, то граничний ефект торговельної лібералізації впаде до 1,6%, тоді як фінансової лібералізації зросте до 2,8%. Основним поясненням таких результатів, на їхню





думку, є те, що усунення фінансових обмежень сприяє надходженню у країну інвестиційних ресурсів [14].

Розглядаючи фінансову глобалізацію, передусім вільний рух капіталів, ми розуміємо, що перетікання капіталу набуває форми як операцій, що опосередковують реальне переміщення фінансових коштів (прямі і портфельні іноземні інвестиції), так і операцій, що мають за мету трансфер ризику і не завжди супроводжуються реальним рухом валютно-фінансових коштів (у XXI ст. до 90% операцій на міжнародних валютно-фінансових ринках мають чисто спекулятивний характер). При цьому найбажанішою формою капіталу для країн, що розвиваються, є прямі іноземні інвестиції (ПІІ), оскільки вони створюють позитивні стимули для підвищення продуктивності реального сектора та прискорення економічного зростання.

Це пов'язано, по-перше, з "якісними" вигодами, тобто обслуговуванням найбільш інноваційних і високотехнологічних сегментів економіки, створенням нових виробництв, передачею технологій та управлінського досвіду тощо; по-друге, оскільки ПІІ частіше за все концентруються в експортоорієнтованих галузях, вони чинять значний позитивний вплив на чистий експорт країни і можливість отримувати валютний вигоду; по-третє, ПІІ є менш мобільними, ніж портфельні інвестиції чи банківські кредити, тому меншою мірою піддаються ризику раптової зупинки потоків капіталу, що може часто провокувати розгортання фінансової кризи, і є стійкішими до фінансових стресів.

А.Іполард і А.Поммерет, оцінюючи вплив фінансової інтеграції на темпи економічного зростання країн, що розвиваються, виявили, що економічний ефект від залучення ПІІ для підвищення реальної продуктивності становить 0,5 в. п. на рік, а боргові потоки не викликають жодних позитивних наслідків для економічного добробуту [15]. Крім цього, якщо розглядати дані мікрорівня, то прослідковується прямий вплив ПІІ на зростання рівня і продуктивності виробництва у країнах з ринком, що формується [7].

Досліджуючи вплив трьох різних складових припливу капіталів (ПІІ, портфельних інвестицій і зовнішнього боргу) на економічне зростання 51 розвинених країн-реципієнтів і країн, що розвиваються, протягом 1988–2002 рр., Ч.-К.Чунг та ін. показали, що тільки ПІІ позитивно впливають на економічне зростання, тоді як зовнішній борг і портфельні інвестиції чинять негативний вплив на зростання в усіх країнах вибірки. В ролі основного каналу такого зростання дослідники розглядають фондовий ринок, який досягнув визначеного порогового рівня розвитку [16].

Якщо розглядати надходження капіталу з погляду його впливу на економіку, слід враховувати не лише обсяги і структуру іноземних надходжень, але й сектори, до яких вони направляються. В цьому контексті В.Сіденко підкреслює, що сучасна глобалізація нерівномірно включає в сферу своєї дії різні макросектори економіки, в результаті чого одні отримують поштовх до розширення можливостей розвитку, а інші – "консервуються" і руйнуються. Також вчений згадує про такий негативний процес, викликаний глобалізаційними процесами в менш розвинених країнах, як розщеплення економічних комплексів усередині окремих національних господарств – із відокремленням однієї частини, котра долучається до діяльності світогосподарських центрів, від іншої, котра згадані центри цікавить мало і маргіналізується [9, с. 99–100].

У міжнародному масштабі значні обсяги ПІІ спрямовуються не стільки у високотехнологічні сфери, скільки у розвиток ринків товарів і послуг. Так, за даними ЮНКТАД за 2011 р., частка добувної промисловості у загальній вартості проектів ПІІ становить 14%, сфери послуг – 40%, а на виробництво високотехнологічного електронного обладнання припадає всього 5%, при тому, що порівняно з передкризовими 2005–2007 рр. відбулося падіння ПІІ у цю галузь на 26% [17]. Це дає право зробити висновок про непродуктивне використання інвестиційних ресурсів, орієнто-



ване не стільки на створення нових виробничих технологій, скільки на розвиток сфери торгівлі і послуг.

На такому фоні міжгалузевий розподіл ПІІ в Україні мало чим відрізняється від загальноосвітових процесів. Свідченням цього факту може слугувати структура ПІІ в Україні, яка практично не змінилася протягом останніх років: якщо на початку кризи значна частина із 50 млрд дол. ПІІ (28,5%) була зосереджена у фінансовій сфері, 20,3% – в операціях із нерухомістю, 13% – у металургії та виробництві металопродуктів, 7,2% – у торгівлі, 4,7% – у будівництві тощо, то на 31.12.2012 р. у фінансовій сфері осіло 29,57% ПІІ, в операціях із нерухомістю – 16,63%, торгівлі – 11,02%, металургійному виробництві – 11,3%. Така структура ПІІ, як і внутрішніх інвестицій загалом, є ознакою накопичених структурних дисбалансів в економіці України, її досить серйозної зарегульованості та проблем галузевої диверсифікації, в результаті чого відбувається деградація високотехнологічних галузей, сфери машинобудування – через хронічну збитковість, скорочення зайнятості та виробництва.

Зазначене вище дає змогу зробити висновок, що на ефективність функціонування національної економіки в сучасних умовах значний вплив справляє не просто сам факт надходження капіталу, а й напрям і сфери його переважного використання, тому для України сьогодні постає питання доцільності застосування перевірки якості ПІІ, а також розроблення нових підходів до їхнього регулювання, які б дали можливість отримувати максимальний ефект від їхнього надходження.

Дослідження МВФ підтверджують той факт, що країни, де значні потоки ПІІ спрямовувалися у фінансовий сектор, виявилися непристосованими до умов фінансово-економічної кризи 2008–2009 рр., оскільки компоненти ПІІ у фінансовому секторі є джерелом додаткових валютних ризиків.

Разом із інтенсифікацією потоків капіталу у формі інвестицій фінансова глобалізація та лібералізація фінансових ринків сприяє активному залученню зовнішніх позик, які свого часу виступали джерелом економічного зростання та розвитку фінансового сектора переважної кількості країн як із розвинутою економікою, так і з економікою, що розвивається. Проте розмір і строковість зовнішньої заборгованості суттєво підвищує вразливість національної економіки до ризиків фінансової глобалізації, зокрема, до ймовірності поширення кризових явищ, що було продемонстровано останньою фінансово-економічною кризою та поточними проблемами серед європейських країн.

Л. Саммерс порівнює поведінку національних фінансових ринків в умовах лібералізації з інстинктами, властивими гравцям казино, через що посилюється синдром "надмірних спекуляцій" і ймовірність розгортання криз, оскільки на відміну від казино національні фінансові ринки тісно пов'язані із зовнішнім світом, тому найчастіше розплачуватися доводиться реальному сектору економіки.

Е. Детрагіхе та А. Спілімберго виявили, що боргові кризи частіше виникають у країнах із високою часткою короткострокового боргу. Автори пояснюють це тим, що країни із "хворим" макроекономічним середовищем часто просто змушені брати позики на більш короткі строки, оскільки іншого вибору в них немає [18].

У своїх дослідженнях Д. Айзенман робить висновок, що значні обсяги короткострокового зовнішнього боргу знижують імовірність економічного піднесення: у випадку, коли розмір короткострокового зовнішнього боргу становить 5,7% ВВП, імовірність економічного "злету" на 25,6% нижча, ніж за відсутності короткострокового боргу. Для країн Латинської Америки із врахуванням середньострокового боргу ймовірність піднесення падає на 41,0% [19].

Д. Франкель і А. Роуз встановили, що надмірний обсяг зовнішньої заборгованості є однією із вагомих складових у системі передбачення валютної кризи, а часто і причиною її виникнення [20], оскільки наявність високого зовнішньоборгового навантаження



потребує надходжень у валюті для обслуговування іноземних боргів, а будь-яке порушення в процесі надходження валютних коштів призводить до вилучення міжнародних валютних резервів, що в кінцевому результаті змушує центральний банк провести нагальну девальвацію національної валюти. Такий розвиток подій за наявності хиткого банківського сектора може призвести до масштабної фінансової кризи.

У ході виникнення та розгортання останньої світової кризи стали очевидними взаємозв'язки між мобільністю капіталу і настанням кризи, особливо для країн зі слабкими внутрішніми інституціями, хиткою макроекономічною стабільністю та неузгодженою економічною політикою. Емпіричні дослідження показують, що потоки капіталу в країни з ринками, що формуються, значно нестабільніші, ніж у розвинені країни, і що за різким збільшенням їхнього припливу часто можна очікувати раптової зупинки чи відпливу.

Історичний досвід свідчить, що припливи короткострокового капіталу внаслідок дії різного роду кон'юнктурних факторів (наприклад, диференціали відсоткових ставок) чинять малопомітний позитивний вплив на економічне зростання, натомість вони підвищують вразливість національних економік до криз, при тому, що самі кризи залишають приховані негативні довгострокові наслідки [21]. Вони, швидше, розігривають економіку через надміру форсоване кредитування споживчого характеру, що ускладнює стан платіжного балансу і економічну динаміку.

Так, Ф.Лейн і Дж.-М.Мілесі-Феретті вважають, що важливими факторами зменшення обсягів виробництва і внутрішніх витрат у 2009 р. були докризова інтенсифікація кредитування, а також нарощування дефіцитів рахунку поточних операцій [22]. В іншій роботі Ф.Лейн та П.МакКуейд [23] встановили, що джерелом такого кредитного буму стали потоки капіталу переважно боргового характеру.

Проциклічний характер потоків "гарячих" грошей є серйозним фактором ризику для країн, що розвиваються, оскільки такі потоки не нівелюють вплив зовнішніх шоків на стан поточного рахунку, а швидше навпаки – посилюють такі потрясіння, або ж самі можуть виступати в їхній ролі. Зокрема, різка зміна напрямку руху капіталу – припливу на відплив – може викликати у країні-реципієнті інвестиційну кризу ліквідності. При цьому фінансові проблеми можуть виникнути і в країнах зі здоровим макроекономічним середовищем і стійкою кредитною системою, оскільки в останні роки саме раптовий і хаотичний характер потоків капіталу, зумовлений передусім феноменом стадної реакції на відсутність достовірної інформації та хиткістю ринків, почали відігравати роль каналу "зараження" та глобального дестабілізуючого фактора. З огляду на це потрібно насамперед проводити лібералізацію довгострокових потоків капіталу, які не призводять до накопичення боргу, наприклад ПП, а вже пізніше – короткострокових потоків, які ведуть до збільшення заборгованості.

Фінансова глобалізація, за словами С.Шмуклера, є зовнішнім фактором, під дією якого можуть розгортатися кризові явища в економіці, оскільки:

по-перше, лібералізована національна фінансова система характеризується значною залежністю від дії зовнішніх факторів, зокрема, зміна настрою іноземних інвесторів породжує фінансові труднощі та економічний спад;

по-друге, якщо "слабкі" місця міжнародних ринків генерують роздування "бульбашок", ірраціональну поведінку, стадний інстинкт, спекулятивні атаки тощо. Такі "слабкі" місця в деяких випадках порушують основу фінансової системи. Наприклад, проблема морального ризику може породжувати синдром надмірних запозичень у лібералізованій економіці, що широко використовує інструментарій державних гарантій, провокуючи тим самим розгортання фінансової кризи [24];

по-третє, існує "ефект зараження" – шоки, які передаються між різними країнами. Виділяють три основні канали "зараження": реальний (торговельний), фінансовий і стадну поведінку інвесторів [13].



Спеціалісти МВФ за допомогою кількісних розрахунків довели, що для країн із ринками, що формуються, основним методом передачі зовнішніх шоків під час останньої фінансово-економічної кризи був саме фінансовий канал, особливо за рахунок швидкого зростання темпів кредитування і високого рівня леввериджу. Також вони зазначають, що стрімке та значне накопичення зовнішніх запозичень корпоративним сектором у більшості випадків призведе до того, що будь-який форс-мажор у роботі фінансової системи матиме своїм наслідком скорочення виробництва і, відповідно, зниження продуктивності реального сектора.

Дж.Стігліц вказує, що швидше за все саме фінансова глобалізація сприяла поширенню кризи 2008–2009 рр. від однієї країни до іншої, оскільки збої в економіці однієї країни призвели до глобальної рецесії і депресії [25, с. 50], а Д.Айзенман у своєму дослідженні аргументує положення, що високий ступінь інтеграції між розвиненими країнами пояснює трансатлантичне поширення іпотечної кризи в США і перетворення її на глобальну фінансово-економічну кризу [26].

Зважаючи на викладене вище, можна сказати, що теоретично фінансова глобалізація справляє стимулюючий вплив на економічний розвиток; проте ця теза у багатьох випадках не підтверджується на практиці. Позитивний вплив фінансової глобалізації на економіку країни зводиться до такого: по-перше, вона дозволяє отримати значний вигреш у сфері доходів, зокрема, за рахунок притоку ПІІ, які можуть створювати додаткові можливості для забезпечення зайнятості та сприяти розширенню передачі технологій; по-друге, сприяє розвитку національних фінансових систем країн – реципієнтів капіталу, оскільки відкривається доступ до значних обсягів міжнародних капіталів, які дають змогу мобілізувати більші обсяги фінансових ресурсів під нижчі відсотки, підвищується якість позичкового капіталу та мінімізується проблема асиметричності інформації; крім цього, в умовах фінансової глобалізації розширюється база потенційних інвесторів, зростає "асортимент" фінансових альтернатив для національних корпорацій. Ці позитивні ефекти виступають прискорювачами економічного розвитку. Серед негативних наслідків фінансової глобалізації можна виділити посилення макроекономічної нестабільності, вірусний ефект, що обумовлює підвищення чутливості економіки країни до дії зовнішніх шоків і поширення різного роду криз, дестабілізацію національної фінансової системи.

Акцентуючи увагу на такій двоїстості наслідків фінансової глобалізації, зазначимо, що вони зумовлені певною умовністю і залежать від багатьох факторів різної природи, що особливо яскраво виявилось під час перебігу останньої глобальної фінансово-економічної кризи, яка найбезпосереднішим чином довела недосконалість сформованої в останні десятиріччя глобальної фінансової архітектури. Тому першочерговим завданням національних урядів є створення таких передумов, які б максимально нівелювали ризики фінансової глобалізації і посилювали її потенційні вигоди. Цей аспект проблеми потрібно враховувати при виробленні антикризової політики країнам, що розвиваються, адже саме вони є надзвичайно чутливими до процесів, породжених фінансовою глобалізацією. Звідси пріоритетні напрями такої політики в умовах посилення глобалізаційних викликів, на наш погляд, повинні бути зорієнтовані на:

- формуванні достатнього рівня міжнародних резервів, які б відповідали основним критеріям достатності резервів і дозволяли нейтралізувати дію зовнішніх шоків;
- посиленні гнучкості курсового режиму за одночасного недопущення значних коливань обмінного курсу;
- підвищенні ролі пруденційного регулювання та заходів контролю за капіталом, особливо стосовно контролю за впливом капіталів і надходженнями короткострокового спекулятивного капіталу, для посилення стійкості національних фінансових систем до впливу кризових чинників;



- зміцненні державних фінансів за рахунок проведення зваженої бюджетно-податкової та боргової політики, що б дозволило утримувати рівень бюджетного дефіциту та розмір державного боргу на прийнятному рівні;
- розвиткові інституційного середовища, яке б підвищувало інвестиційну привабливість країни, сприяло залученню ПІІ.

У цьому контексті проведення скоординованої глобальної монетарної політики та банківського регулювання на міжнародному рівні дозволить певною мірою усунути асиметрію економічного розвитку між різними країнами, що стала результатом фінансової глобалізації, при цьому надаючи цим країнам можливості для користування перевагами транскордонного руху капіталів та обмежуючи ризики фінансової нестабільності. Однак, як свідчить досвід, монетарна політика спрямовується насамперед на досягнення національних, а не глобальних цілей, а формування консолідованої системи регулювання банківською діяльністю наражається на перешкоди політичного характеру, тому національні уряди можуть вдаватися до альтернативного способу впливу на міжнародні потоки капіталів – макропруденційного, який полягає у цільовому регулюванні банківських операцій.

Підсумовуючи, скажемо, що фінансова глобалізація безумовно позитивний процес, який виявляється у збільшенні оборотів міжнародних ринків капіталу, виникненні нових фінансових інструментів, розширенні можливостей для інвесторів і позичальників, а тому безпосередньо пов'язаний з іншими аспектами глобалізації (глобалізацією торгівлі, виробництва, інвестицій тощо) і торкається практично всіх аспектів економічного життя країни. Такий об'єктивний і еволюційний характер фінансової глобалізації зумовлює готовність усіх країн прийняти її як невід'ємний атрибут сьогодення. Однак у світлі зазначених вище глобалізаційних викликів перед такими країнами стоїть завдання вибору оптимального темпу інтеграції у світове господарство, оцінки ступеня готовності своїх фінансових секторів і рівня інституційного розвитку, а також найголовніше – створення необхідних умов для максимізації її позитивних ефектів, що дозволить країні вийти на новий, більш якісний рівень розвитку. Для України, економіка якої характеризується значною залежністю від кон'юнктури світових ринків та обсягів надходження іноземного капіталу, є необхідним розроблення нових заходів та механізмів, здатних створити сприятливі умови для залучення довгострокового іноземного капіталу до пріоритетних для країни виробництв і галузей економіки (які визначатимуть підвищення ролі України на світовій арені як виробника високоякісної продукції з високим вмістом доданої вартості та провайдера передових послуг), і водночас нівелювати потенційні ризики внаслідок поглиблення інтеграції України у світовий фінансовий простір.

### Список використаних джерел

1. Хоминин И. П. Финансовая глобализация / И. П. Хоминин // Банковские услуги. – 2002. – № 8. – С. 2–13.
2. Рустамов Э. Финансовая глобализация и качество институтов / Э.Рустамов // Вопросы экономики. – 2010. – № 2. – С. 39–52.
3. Стиглиц Дж. Глобализация: тревожные тенденции / Дж. Стиглиц. – М. : Мысль, 2003. – 342 с.
4. Алле М. Глобализация: разрушение условий занятости и экономического роста. Эмпирическая очевидность / М. Алле. – М., 2003. – 314 с.
5. Prasad E. Effects of Financial Globalization on Developing Countries / E. Prasad, K. Rogoff ; International Monetary Fund. – Washington D.C., 2003. – P. 12.
6. The Information Technology Revolution. World Economic Outlook. Chapter IV – International Financial Integration and Developing Countries. – Washington : IMF, 2001. – P. 145–173.



7. Kose A. Financial Globalization: A Reappraisal / Kose A., Prasad E., Rogoff K., Wei S. // IMF Working Paper No WP/06/189. – 2006. – 94 p.
8. Коуз М. Эйхан. Финансовая глобализация: не ограничиваясь порицаниями / Коуз М. Э., Прасад И., Рогофф К. и Шан-Цзинь Вей // Финансы и развитие. – 2007. – Март. – С. 9–13.
9. Сиденко В. Р. Глобализация – европейская интеграция – экономическое развитие: украинская модель : в 2-х т. – Т. 1 : Глобализация и экономическое развитие. – К. : Феникс, 2008. – 376 с.
10. Alfaro L. FDI and Economic Growth: The Role of Local Financial Markets / Alfaro L., Chanda A., Kalemli-Ozcan S., and Sayek S. // Journal of International Economics. – 2004. – 64. – P. 89–112.
11. Bekaert G. Financial Openness and Productivity / Bekaert G., Harvey C., Lindblat C. // NBER Working Paper No. 14483. – 2009. – P. 41.
12. Mishkin F.S. Is Financial Globalization Beneficial? / F.S. Mishkin // NBER Working Paper No. w11891. – 2005. – P. 52.
13. Schmukler S. Financial Globalization: Gain and Pain for Developing Countries / S. Schmukler // Federal Reserve Bank of Atlanta ECONOMIC REVIEW. – Second Quarter 2004. – P. 39–57.
14. Tornell A. The Positive Link Between Financial Liberalization Growth and Crises / Tornell A., Westermann F., Martinez L. // NBER Working Paper 10293. – February 2004. – 52 p.
15. Epaulard A. Financial Integration, Growth and Volatility / A. Epaulard, A. Pommeret // IMF Working Paper. – 2005. – N 67. – P. 6.
16. Choong C.-K. Private capital flows, stock market and economic growth in developed and developing countries: A comparative analysis, Japan and the World Economy 22 / Choong C.-K., Ahmad Z. B., Zulkornain Y. and Muzafar S. H. – 2010. – P. 107–117.
17. UNCTAD. World Investment Report 2012: Towards a New Generation of Investment Policies. – New York and Geneva : UNCTAD, 2012. – P. 10.
18. Detragiache E. Crises and Liquidity: Evidence and Interpretation / E. Detragiache, A. Spilimbergo // IMF Working Paper 01/2. – 2001. – P. 31.
19. Aizenman J. Capital Flows: Catalyst or Hindrance To Economic Takeoff / J. Aizenman, V. Sushko // NBER Working Paper. – July 2011. – P. 36.
20. Frankel J. A. Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment / J. A. Frankel. and A. K. Rose // Journal of International Economics. – November 1996. – Vol. 41, No. 3. – P. 351–366.
21. Bordo M. Foreign Capital and Economic Growth in the First Era of Globalization / M. Bordo, Ch. Meißner // NBER Working Paper. – 2007. – №13577. – P. 52.
22. Lane P. The Cross-Country Incidence of the Global Crisis / P. Lane, G. Milesi-Ferretti // IMF Economic Review 59 (1) – 2011. – P. 77–110.
23. Lane P. R. and McQuade P. Domestic Credit Growth and International Capital Flows / P. R. Lane and P. McQuade. – European Central Bank ; Trinity College Dublin. – 2012. – June. – P. 40.
24. McKinnon R. Credible economic liberalizations and overborrowing / McKinnon R. Ronald I., and Huw Pill // American Economic Review 87 (May). – 1997. – P. 189–93.
25. Стиглиц Д.Ю. Доклад Стиглица о реформе международной валютно-финансовой системы: уроки глобального кризиса : доклад Комиссии финансовых экспертов ООН / Д.Ю. Стиглиц ; пер. с англ. – М. : Международные отношения, 2010. – С. 50.
26. Aizenman J. Capital Flows And Economic Growth In The Era Of Financial Integration And Crisis, 1990–2010 / Aizenman J., Jinjark Y., Park D. // NBER Working Paper 17502. – October 2011. – P. 42.

Надійшла до редакції 05.11.2013 р.



**Шпенюк О. Е.**

*младший научный сотрудник Института экономики и прогнозирования НАНУ*

**ВЛИЯНИЕ ФИНАНСОВОЙ ГЛОБАЛИЗАЦИИ НА РАЗВИТИЕ  
НАЦИОНАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ**

Рассмотрены сущность процессов финансовой глобализации и их влияние на параметры развития национальной экономики. Обобщены основные позитивные и негативные аспекты финансовой глобализации для развивающихся стран. Сосредоточено внимание на рисках, порожденных упрощением доступа к международным рынкам финансовых ресурсов в результате повышения финансовой открытости. Приведены основные показатели, характеризующие степень финансовой интеграции Украины по сравнению с другими странами с низким и средним уровнем доходов, а также определен ряд факторов, которые ограничивают возможности получения потенциальных преимуществ финансовой глобализации в условиях Украины.

**Ключевые слова:** *финансовая глобализация, финансовая интеграция, либерализация финансовых рынков, потоки капитала.*

**Shpeniuk O.**

*Junior Researcher, State Organization "Institute for Economics and Forecasting, National Academy of Sciences of Ukraine"*

**THE IMPACT OF FINANCIAL GLOBALIZATION ON THE DEVELOPMENT OF  
A NATIONAL ECONOMY**

The purpose of this paper is to identify main benefits and risks of financial globalization for the economies of developing countries. The article studies the specificity and features of globalization in the light of the recent financial crisis, and distinguishes a factor and conditional approach to determine the consequences of their impact on the national economy. Special attention is paid to the risks arising from the intensification of capital flows for the countries with insufficiently effective regulatory system, weak macroeconomic environment and low activity of market institutions. The main research methods are: scientific abstraction, analysis and synthesis, the method of statistical comparisons. While comparing indicators of financial integration in low- and middle-income countries, the author points out to relatively high integration of Ukraine in the global financial sector, and identifies a number of factors limiting the opportunities of getting potential benefits of financial globalization in Ukraine.

**Keywords:** *financial globalization, financial integration, liberalization of financial markets, capital flows*