

Тетяна Богдан, д. е. н.

Олена Сльозко, к. е. н.

Євген Редзюк, к. е. н.

Інститут економіки та прогнозування НАН України

ГЛОБАЛЬНІ ФІНАНСОВІ ТРАНСФОРМАЦІЇ У ПОСТКРИЗОВИЙ ПЕРІОД

Tatyana Bogdan, ScD in Economics

Olena Slozko, PhD in Economics

Eugenii Redzyuk, PhD in Economics

Institute of economy and forecasting NAS of Ukraine

GLOBAL FINANCIAL TRANSFORMATION IN POST-CRISIS PERIOD

Discovered and systematized transformational change of the global financial system relating to formation of multipolar currency system and distribution of regional currencies, international expansion leading stock exchanges and emergence of new centers of "financial power" in Asia, increased volatility of prices in asset markets and development of new forms of virtualization world financial market, greater dependence of exporting raw materials from exchange rate fluctuations on world markets and the growing role of international financial institutions (IFO) to overcome the problems of post-crisis development of the world, the accumulation of problems the debt burden in developed countries and reduce the vulnerability of economies with markets that are formed to outflow foreign capital, strengthening geo-economic influence of China and the use of new financial mechanisms transnationalization of economic activity.

Key words: global financial system, multipolar currency system, centers of "financial power", international financial institutions (IFO), transnationalization of economic activity.

Однією з ознак фінансової глобалізації та однією з найприкметніших рис світової фінансової системи останніх десятиріч стало посилення взаємозв'язків і взаємозалежності фінансових ринків окремих країн, виникнення глобального фінансового ринку і світової фінансової системи. Після глобальної кризи 2007-2009 рр. у рамках світової фінансової системи почали відбуватися кардинальні зрушення, динамічні і структурні зміни, які чинитимуть багатовекторний вплив (як стимулюючий, так і гальмівний) на розвиток світової економіки, а тому потребують ретельного вивчення. Серед глобальних фінансових трансформацій у посткризовий період варто відзначити наступні.

1) підвищення волатильності на фондових ринках світу, посилення взаємозв'язків між валютним та фондовим сегментом глобального ринку, збереження високої залежності ринків, що формуються, від грошово-кредитної політики провідних центробанків світу. У посткризовий період концентрація на фондових ринках значного обсягу ліквідних коштів, спрямування масштабних

ресурсів до різних сфер економічної діяльності, підвищення якості обслуговування з боку фінансових інститутів, можливість зваженого хеджування ризиків і диференційованого вибору фінансових послуг надавали позитивні імпульси для відновлення економік різних країн та їх виходу на траєкторію стійкого економічного зростання.

В той же час підвищення волатильності на фондових ринках світу, внаслідок аномального збільшення обсягів спекулятивного і віртуального капіталу, надмірного розростання приватних і державних боргів, неадекватного регулювання діяльності фінансових установ національними урядами і наддержавними структурами підірвали основи для економічного зростання та періодично дестабілізували національні і регіональні фондові ринки. Бурхливе зростання й активізація міжнародного руху спекулятивного капіталу, який не обмежений національними кордонами й законодавством, підвищували вразливість економік до негативного впливу зовнішніх факторів, обмежували можливості центральних банків з регулювання грошово-кредитної системи та утримання бажаної величини обмінного курсу, підвищували волатильність потоків капіталу. Якщо у 2005-2006 рр. середньоквартальне значення індексу волатильності VIX¹ знаходилося на рівні близько 12% і підлягало незначним коливанням, то упродовж 2011-2015 рр. значення індексу VIX змінювалося від 16 до 29% (вище значення вказує на більшу волатильність і менший «апетит до ризиків» інвесторів).

У міжнародному контексті бажання іноземців купувати активи резидентів США, Швейцарії та ін. активізує фондові ринки зазначених країн і має своїм наслідком зміцнення їх національних валют. З іншого боку, несподівана зміна переваг портфельних інвесторів та їх відмова від активів певних країн зазвичай викликає падіння обмінних курсів у цих країнах (в умовах дії вільно плаваючого чи керованого режиму обмінного курсу). Саме вплив іноземного капіталу з ринків, що формуються, у 2013-2015 рр. став одним із чинників повсюдного знецінення їх валют.

Одним із вагомих чинників, що провокує масовий відтік капіталу і розпродаж активів на ринках, що формуються, є підвищення відсоткових ставок Федеральною резервною системою (ФРС) США. Зокрема, у травні 2013 року, коли Голова ФРС озвучив наміри згорнути програму «кількісного пом'якшення», ціни на боргові папери країн, що розвиваються, знизилися у середньому на 10 %, згодом мав місце каскад девальвацій валют цих країн (від індійської рупії до турецької ліри). З іншого боку, низький рівень відсоткових ставок ФРС США, як показник низької вартості ресурсів для учасників фінансового ринку, є індикатором вищої глобальної ліквідності, що позитивно впливає на приплив іноземного капіталу на ринки, що формуються, та сприяє зростанню вартості їх фінансових активів.

2) міжнародна експансія провідних фондових бірж світу і виникнення нових осередків «фінансової могутності» у Східній Азії. Логічним наслідком глобалізації економічної діяльності та транс-націоналізації бізнесу стала інтернаціоналізація інститутів фондового ринку. Більшість провідних фондових бірж активізували власні зусилля щодо експансії на закордонні ринки, відкриття філій, представництв, розповсюдження у світовій мережі інтернет-пропозицій. Таким чином фондові біржі трансформувались з національних гравців на міжнародних учасників перерозподілу капіталу.

Швидкий розвиток інформаційно-мобільних технологій у фінансовій сфері, концентрація капіталу та інтелектуальних ресурсів на даному напрямку значно прискорили глобальну фінансову інтеграцію і піднесли роль фінансового сектору в глобальній економіці. На початку XXI ст. виникла світова фінансова мережа, яка пов'язала основні фінансові центри (Нью-Йорк, Лондон, Токіо, Цюрих, Франкфурт, Амстердам, Париж, Гонконг, Сінгапур), до яких згодом приєдналися нові фінансові центри (Шанхай, Шеньчжень, Сан-Паулу, Варшава).

У якості домінуючих тенденцій розвитку фондових бірж світу слід відзначити і посилення конкуренції за іноземного інвестора, об'єднання і поглинання інших бірж, зростання їх капіталізації і прискорення обігу цінних паперів. Так, провідні фондові біржі світу почали акціонуватись і об'єднуватись з біржами інших країн. У 2008 р. біржа «Nasdaq» придбала сім скандинавських і балтійських бірж, однак у спробі придбання материнської компанії Лондонської біржі їй було відмовлено. Материнська компанія Лондонської фондової біржі, у свою чергу, досягла угоди про

¹ Індекс VIX (Chicago Board Options Exchange Volatility Index) обчислюється Чикагською біржою і відображає ринкові очікування волатильності фондового ринку у наступні 30 днів, що втілюються у доходності опціонів цінних паперів, які входять до індексу S&P-500. Індекс VIX є загальноприйнятим індикатором «апетиту до ризиків» міжнародних інвесторів.

придбання TMX Group (однієї з бірж Торонто).

3) поглиблення процесу віртуалізації світового фінансового ринку та розвиток нових форм віртуалізації. Тут варто згадати становлення глобальної інтегрованої цифрової (віртуальної) інфраструктури фондового ринку; консолідацію капіталу бірж на основі інформаційно-комунікаційних платформ; розвиток електронних комунікаційних мереж для поширення альтернативних торговельних систем позабіржової торгівлі. У банківському секторі проникнення інформаційно-комунікаційних технологій мало такі особливості: розвиток послуг з дистанційного обслуговування клієнтів банків; розширення сфери обігу електронних грошей; становлення розгалужених і диверсифікованих електронних платіжних систем; обслуговування банками електронних платежів клієнтів; інтеграція електронних платежів з міжнародними платіжними системами, активне впровадження технологій інтернет-еквайрингу і оформлення кредитів на

4) формування траєкторії розвитку світової валютної системи як полівалютної, при якій функції міжнародних розрахунків, накопичення та міри вартості виконують кілька національних та регіональних валют (долар США, євро, юань, регіональні валюти країн Африки та Латинської Америки). Не зважаючи на те, що долар зберігає домінуючі позиції в рамках світової валютної системи, в довгостроковому періоді все більш реалістичним є сценарій «виштовхування» долару з «валютного Олімпу» і заміни його монополії на «валютну олігополію». Крім того, зростає значення на розширюється сфера обігу регіональних валют (євро, південноафриканського ранда, центральноамериканського песо).

5) зростання ролі міжнародних фінансових організацій (МФО) у подоланні проблем посткризового розвитку світу та запровадження ними комплексу інновацій, спрямованих на підвищення ефективності власної діяльності. Під час глобальної кризи та у посткризовий період проявилася критично важлива роль МФО як інститутів глобальної фінансової архітектури, які активно залучені до екстреного фінансування та антикризової політики у світі, фінансового забезпечення реформ у системно важливих для світової економіки сферах.

Для реагування на нові виклики посткризового розвитку та підвищення ефективності власної діяльності у практику МФО було запроваджено такі інновації: а) перехід від двостороннього нагляду до багатостороннього; б) вдосконалення методик і процедур раннього попередження фінансових криз; в) проведення оцінок вразливості зовнішнього сектора країн-членів; г) підготовка доповідей про світову фінансову стабільність і «ефекти зараження» на міжнародних ринках; д) посилення впливу МФО на результати реформ країнах-членах, е) підвищення якості управління ризиками кредитного портфеля МФО, є) зміна стратегічних напрямків діяльності МБРР: націленість на боротьбу з бідністю і посилення системи соціального захисту, сприяння підвищенню екологічної безпеки і протидія змінам клімату, налагодження співробітництва з партнерами для мобілізації більшого обсягу ресурсів, формування механізмів раннього попередження кризових ситуацій; ж) модернізація умов кредитування Міжнародним валютним фондом і підвищення гнучкості традиційного інструменту «стенд-бай»; з) подвоєння лімітів доступу позичальників до ресурсів Фонду, введення нових строків кредитування. В цілому у рамках міжнародної фінансової архітектури більш значущими стали регіональні МФО - Європейський стабілізаційний механізм, Європейський інвестиційний банк, Міжамериканський банк розвитку, Азійський банк розвитку.

В той же час у посткризовий період ефективно виконання МФО покладених на них функцій стримувалося такими системними вадами в їх діяльності:

- відсутність єдиної централізованої структури в рамках міжнародної фінансової архітектури, низький ступінь підконтрольності дій МФО у процесі їх взаємодії з країнами-членами, незбалансованість механізму прийняття рішень керівними органами МФО за складом учасників (відома проблема розподілу квот);
- недостатність кредитно-фінансових джерел МФО для вирішення глобальних проблем і виконання МВФ ролі кредитора «останньої інстанції», неадекватність ресурсів Фонду його статутним завданням (сумарний капітал МВФ становить 732 млрд. дол., а річні кредитні можливості Світового банку - 40-50 млрд. дол., в той же час обсяги кредитування однієї Греції у період 2010-2012 рр. сягнули 240 млрд. євро);
- нездатність МВФ як інституту відповідального за посилення стабільності валютних курсів і недопущення тривалого порушення рівноваги платіжних балансів забезпечити впровадження коригуючих заходів урядами країн з великими зовнішніми дисбалансами (якщо вони не звертаються за допомогою до Фонду);

- фрагментарність відповідальності МФО по стабілізації фінансової ситуації у країнах-членах чи проведенню необхідних структурних реформ через вузький перелік їх повноважень;
- неможливість надання СПЗ функцій світової валюти або створення «світових фідуціарних грошей» (які б емітувалися МВФ), внаслідок гальмування необхідних для цього кардинальних змін організаційної та функціональної структури МВФ, як з боку розвинутих країн, так і країн «ісламського фінансування».

б) досягнення рекордного в історичному ракурсі рівня державного боргу у розвинутих країнах і накопичення ризиків макрофінансової нестабільності у світовому масштабі. За даними МВФ рівень боргу загального уряду в розвинутих країнах збільшився з 77,3% ВВП в кінці 2007 року до 99,3% в кінці 2009 року, й надалі продовжував зростати: на кінець 2015 року відношення боргу до ВВП становило 112,5%. Надмірний рівень боргового навантаження у розвинутих країнах справляє багатосторонній негативний вплив на стан міжнародних фінансів у посткризовий період: посилення ступеню економічної непевності та тиску на рівень світових відсоткових ставок; зростання вартості корпоративних позик і зменшення банківського кредитування корпоративного сектору; підвищення ризиків ліквідності/ платоспроможності урядів-позичальників, і погіршення, таким чином, перспектив боргової стійкості і макрофінансової стабільності; зменшення глобального «апетиту до ризиків» і підвищення волатильності світового фінансового ринку, зростання вартості зовнішнього фінансування для країн з ринками, що формуються.

Одним із наслідків існування проблеми надмірного боргового навантаження стало вироблення світовою спільнотою стандартів і «найкращої практики» фіскальних консолідацій у термінах масштабів, періоду дії, оптимальних інструментів бюджетно-податкового коригування. Зокрема, було визначено набір інструментів фіскальної консолідації, які справляють мінімальний негативний вплив на економічне зростання у коротко-строковому періоді і мають позитивні економічні ефекти у довгостроковому періоді: скорочення державних субсидій підприємствам і зростання податків на власність, зменшення реального розміру пенсій і соціальних допомог (крім допомог дітям), підвищення екологічних податків. Було також ідентифіковано перелік інструментів консолідації, які мають найбільш вагомий негативний вплив в економічному плані: скорочення витрат на освіту, зменшення державних інвестицій, підвищення внесків на соціальне страхування і податків на корпоративні прибутки. Відповідно до «найкращої» світової практики, фіскальні консолідації бажано розпочинати у період економічного зростання, проводити поступово (упродовж кількох років) та уникати різкого скорочення витрат бюджету чи підвищення податків, внаслідок чого первинний циклічно скоригований баланс загального уряду перевищував би 3,5% ВВП.

7) посилення дії «ефектів зараження» у рамках світової фінансової системи та виникнення осередків нестабільності у розвинутих країнах. У практиці функціонування міжнародних ринків з очевидністю почали проявлятися «ефекти зараження» (англ.: contagion effect), коли реальні і фінансові шоки стали з легкістю поширюватися від однієї країни до іншої. І хоча даний феномен заявив про себе ще в кінці ХХ сторіччя, однак до глобальної кризи 2007-2009 рр. вважалося, що лише країни з ринками, що формуються (яким властиві слабкі «фундаменталії» та неякісна економічна політика), є вразливими до дії «ефектів зараження». Остання глобальна криза виникла у розвинутих країнах з масштабними та інтегрованими фінансовими системами і принципово відрізнялася від циклів «бум-спад», які традиційно зосереджувалися у країнах з ринками, що формуються. Виявилось, що ринки розвинутих країн також можуть потерпати від «хронічних хвороб» незрілих ринків – несиметричності інформації та пов'язаної з нею панікою і стадною поведінкою інвесторів, недосконалості фінансового регулювання та неспроможності державних органів ідентифікувати і нівелювати дію системних ризиків.

8) накопичення проблем у банківському секторі розвинутих країн і повільне відновлення кредитування реальної економіки після глобальної кризи. Запровадження нових стандартів банківського нагляду після глобальної кризи 2007-2009 рр., поширене використання політики нульових відсоткових ставок центральними банками провідних країн, виникнення фінансових інновацій, які підривають діючі бізнес-моделі глобальних банків, накопичення «поганих активів» у банківських балансах (внаслідок виникнення фінансових труднощів у нафтодобувних компаній і виробників сировинних товарів, слабкого відновлення економіки ЄС, уповільнення зростання країн з ринками, що формуються), а також взяття та озброєння органами ЄС стратегії рятування банків за рахунок їх кредиторів – так званої стратегії «bail-in», замість традиційних методів «bail-out», породжують масу проблем і викликів для глобальних банків. Так, серед країн ЄС лише у Німеччині

і Франції частка «поганих активів» складає близько 4%, в багатьох країнах ЄС вона досягає 10%, а в Італії - перевищує 15%.²

Значна кількість центральних банків розвинутих країн стали практикувати політику від'ємних відсоткових ставок за депозитами банків у центральному банку. Внаслідок цього, на початку 2016 року негативна доходність 2-річних облігацій державної позики спостерігалася у Швеції, Чехії, Німеччині, Нідерландах, Франції, Бельгії, Данії, Австрії та Японії. Така політика мала на меті заохотити банки кредитувати реальну економіку. Однак, у дійсності вона ще більше знизила прибутковність банківської діяльності (оскільки банки не бажали переносити від'ємні відсоткові ставки на своїх вкладників) і загострила їх фінансові труднощі.

9) зростання гео-економічної ролі Китаю та виникнення для країн з низьким і середнім рівнем доходів нових можливостей фінансово-економічного співробітництва з КНР. З 2001 року в Китаї офіційно стала впроваджуватися стратегія «глобалізація», основними складовими якої є активізація вкладення китайських інвестицій за кордоном; інтенсифікація співпраці з іншими країнами в сфері розробки і добування природних ресурсів на їх території; розвиток зовнішньої торгівлі товарами і послугами; розширення практики контрактної співпраці в рамках технологічних проєктів; стимулювання китайського експорту машинобудівної продукції; розвиток закордонної співпраці у галузі науки, технологій та розвитку талантів; збільшення експорту китайської робочої сили.

10) посилення взаємозв'язку між цінами на сировинні товари і курсовою позицією долара, також залежності країн-експортерів сировини від курсових коливань. У період «фінансiалiзацiї» сировинних ринків почав спостерігатися високий ступінь кореляції між цінами на сировинні товари, цінами на фінансові активи і валютними курсами на світових ринках. Так, одним із факторів зниження світових цін на сировину в 2011-2015 рр. стало зміцнення курсової позиції долара до основних світових валют. Різностямована динаміка цін на сировинні товари в доларах і обмінного курсу долара США до світових валют пояснюється дією таких чинників:

а) зниження вартості долара до інших валют робить сировинні товари, ціни на які номінуються в доларах, дешевшими для споживачів, що призводить до підвищення попиту на ці товари;

б) доходи виробників/ постачальників сировинних товарів у країнах недоларової зони зменшуються, що стимулює скорочення пропозиції сировинних товарів або підвищення доларових цін (Г. Тілл вказував на те, що девальвація долара зменшує купівельну спроможність експортної виручки виробників сировинних товарів, тому вони намагаються компенсувати втрату доходів від девальвації долара підвищенням доларових цін)³;

в) поширення спекулятивних операцій на ринках сировинних товарів і використання долара для фінансування спекуляцій «carry-trade» призводить до того, що знецінення долара США до основних світових валют підвищує попит на альтернативні активи (в тому числі й сировинні товари), а зміцнення позицій долара на валютному ринку виливається у відтік фінансового капіталу з ринку сировинних товарів.

На початку 2000-х років на ринок сировинних ф'ючерсів увійшла група фінансових інвесторів, які розглядали сировину як інвестиційну альтернативу таким класичним активам як акції, облігації, нерухомість. Вони відкривали позиції на сировину, ґрунтуючись на їх оцінках доходності-ризикованості сумарного портфеля активів. З 2002 до середини 2008 рр. кількість ф'ючерсних і опційних угод на сировину на світових товарних біржах збільшилася більше ніж утричі⁴. Тільки у 2007 році обсяги торгів ф'ючерсами і опціонами на сільськогосподарську продукцію збільшилися на 32%, на енергоносії – 28,6%, а на промислові метали – на 29,7%.⁵ Інвестиції в сировинні товари створювали для інвесторів надійний ступінь захисту проти інфляції та девальвації долара.

11) зменшення вразливості економік країн з ринками, що формуються, до впливу іноземного капіталу і підвищення їх стійкості до фінансових і боргових криз. Такі трансформації були пов'язані

² Kastrop, S. (2016). Macroeconomic Policies in Europe: Quo Vadis? *Lecture in Joint Vienna Institute*, 12th February.

³ Till, H. (2008). The oil markets: Let the data speak for itself. In: Amenc N, Maffei B and Till H, eds., *Oil Prices: The True Role of Speculation*. Risk and Asset Management Research Centre.

⁴ *United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD)*. Trade and Development Report 2009. New York, Geneva, 55.

⁵ Burghardt, G. (2016). Volume surges again. *Futures Industry Magazine*, March-April.

із збільшенням валютних резервів як буферних запасів підтримки міжнародної ліквідності, підвищенням гнучкості обмінних курсів і зменшенням частки боргів у іноземних валютах. Так, обсяг міжнародних резервів країн з низьким і середнім рівнем доходів збільшився з 1,67 млрд. дол. у кінці 2005 року до 4,17 млрд. дол. у 2009 році та до 6,12 млрд. дол. у 2014 році.⁶

Дослідження МВФ вказує на кілька факторів забезпечення стійкості економік з ринками, що формуються, до відтоку капіталів. По-перше, у даний час такі економіки глибше інтегровані у світові ринки капіталів і мають більше зарубіжних активів, включаючи резерви в іноземних валютах. Це дає їм більшу свободу дій в управлінні фінансовими потоками у випадку їх скорочення. По-друге, з часом покращилася економічна політика багатьох країн з ринками, що формуються. Кращі стратегії управління державним боргом та макро-пруденційна політика спричинили зміни валютної структури державного та приватного боргу економік цих країн. Як результат, вони стали менш вразливими до різкого зниження вартості національних валют, внаслідок яких збільшувалося навантаження зовнішніх боргів та зростав ризик дефолту.

По-третє, іншою важливою зміною став перехід до більш гнучких режимів валютного курсоутворення, що допоміг пом'якшити наслідки глобального скорочення обсягів зовнішнього фінансування країн. Падіння вартості валют в кінцевому рахунку зробило виведення капіталів менш вигідним і допомогло залученню нових капіталів, зробивши вітчизняні активи більш дешевими для іноземних інвесторів. Аналіз показує, що в цілому зовнішні фактори («виштовхування») впливу на фінансові потоки – глобальне зростання, схильність інвесторів до прийняття ризиків, а також різниця відсоткових ставок – мають менший вплив на економіки тих країн з ринками, що формуються, у яких наявні більш гнучкі режими валютного курсу.⁷

References

1. Kastrop, S. (2016). Macroeconomic Policies in Europe: Quo Vadis? *Lecture in Joint Vienna Institute*, 12th February.
2. Till, H. (2008). The oil markets: Let the data speak for itself. In: Amenc N, Maffei B and Till H, eds., *Oil Prices: The True Role of Speculation*. Risk and Asset Management Research Centre.
3. United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). *Trade and Development Report 2009*, New York, Geneva.
4. Burghardt, G. (2008). Volume surges again. *Futures Industry Magazine*, March-April.
5. *World Bank Group*. International Debt Statistics 2016.
6. *International Monetary Fund*. World Economic Outlook, April 2016. <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/pdf/text.pdf>>

⁶ *World Bank Group*. International Debt Statistics 2016, 19.

⁷ *International Monetary Fund*. World Economic Outlook, April 2016. <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/pdf/text.pdf>>