

ВЛИЯНИЕ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ РАЗВИТЫХ СТРАН МИРА НА ФОНДОВЫЕ БИРЖИ СТРАН С ФОРМИРУЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ

Е.В. Редзюк*

В статье обоснована роль денежно-кредитной политики развитых стран как инструмента влияния на состояние фондовых рынков мира, а также на их уровень ликвидности и волатильности. Выявлена прямая зависимость между действиями регуляторов развитых стран и состоянием фондовых бирж стран с формирующимися рынками, которые в современной глобализированной экономике быстро реагируют на потоки капиталов из развитых стран мира, при этом не имея достаточно рычагов для их сбалансирования. Поэтому есть необходимость в государственном регулировании портфельных иностранных инвестиций в странах с формирующимися рынками, с нацеленностью на «сглаживание» внутривостранового экономического цикла, а также на постепенное развитие финансового и фондового рынков.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика, фондовые биржи, рынок ценных бумаг, денежно-кредитная политика развитых стран мира, фондовые биржи стран с формирующимися рынками, финансовая глобализация.

JEL-классификация: F21, F34, F40, E50, E44.

Несмотря на принятые меры по формированию взвешенной денежно-кредитной политики в развитых странах мира, которые выступают ведущим «локомотивом» международной экономики и являются главными распорядителями финансовых ресурсов в мире, за последние годы отмечаются в целом низкие темпы восстановления мировой экономики. Так, в 2013 г. мировая экономика достигла лишь скромного роста в 2,1%, а в 2014 г. – 3,3%. В то время как большинство развитых экономик мира продолжают искать возможности для принятия надлежащих мер финансовой и денежно-кредитной политики в период после финансового кризиса, ряд стран с формирующимися рынками, которые уже почувствовали заметное замедление в 2011–2012 гг., столкнулись с новыми внутренними и международными неблагоприятными факторами в течение 2013–2014 гг. Несмотря на это, все же некоторые признаки стабилизации и улучшения экономического состояния появи-

лись в развитых странах мира. Зона евро, наконец, вышла из затяжной рецессии, валовой внутренний продукт в регионе в целом начал снова расти. Экономика США продолжает существенно расти. Несколько крупных развивающихся стран с рыночной экономикой, в том числе Китай, остановили замедление роста или не снижают темпы ускорения роста. Это Индия, Южная Корея, ЮАР и др. Мировой валовой продукт, по прогнозам экспертов-экономистов ООН, ускорится и вырастет на 3,5 и 3,7% в 2015 и 2016 гг. соответственно¹. Поэтому, учитывая современную глобализацию и значительную экономическую кооперацию между странами мира, целью статьи является оценка роли денежно-кредитной политики развитых стран мира на

¹ Мировое экономическое положение и перспективы в 2014 г. Организация Объединенных Наций. Нью-Йорк, 2014 г. (http://www.un.org/en/development/desa/policy/wesp/wesp_current/2014wesp_es_ru.pdf); МВФ оценил рост мировой экономики в 2014 г. в 3,3% (http://economics.lb.ua/state/2015/01/20/292615_mvf_otseuil_rost_mirovoy_ekonomiki.html).

* Редзюк Евгений Васильевич (redzyuk@gmail.com), кандидат экономических наук, доцент, старший научный сотрудник сектора международных финансовых исследований Института экономики и прогнозирования Национальной академии наук Украины (г. Киев, Украина).

фондовые биржи стран с формирующимися рынками, а также формирование предложений и механизмов по успешной интеграции финансовых рынков и фондовых бирж стран с формирующимися рынками в глобализированное финансово-инвестиционное пространство.

Характеристика современного состояния финансовой системы развитых стран и стран с формирующимся рынком

Современная глобализированная мировая экономика, имея многочисленные и динамичные факторы влияния на макроэкономическое состояние любой страны мира, нуждается в стратегически взвешенной и осторожной денежно-кредитной политике. Это обусловлено тем, что, с одной стороны, в экономике проявляются проблемы безработицы и подавленного состояния бизнес-среды, с другой – необходимо удерживать инфляцию на низком и контролируемом уровне, а кредитно-банковскую систему и фондовые рынки – в стабильном состоянии, с допустимыми показателями волатильности. Кроме того, глобализированные экономические отношения в мире создают значительные угрозы на внешних рынках (приток быстрого спекулятивного капитала; отток квалифицированной, молодой и продуктивной рабочей силы с периферии в наиболее развитые страны мира, резкие колебания объемов экспорта или импорта, влияние геополитических факторов). Если рыночные, саморегулируемые и государственные институты в развитых странах мира воспринимают эти риски адекватно, имеют налаженные механизмы противодействия им и существенно уменьшают действия негативных факторов, то в странах с формирующимися рынками такие институты недостаточно развиты или вообще отсутствуют. Поэтому страны с формирующимися рынками находятся в зоне повышенного риска, нуждаются в централизованном и взвешенном общественно-государственном контроле при формировании политики государственных органов власти, саморегулируемых и частных структур для противодействия вышеупомянутым глобальным рискам.

Страны с более сильными фундаментальными макроэкономическими основами, как правило, имеют незначительную уязвимость к изменениям на глобальных рынках. Проведенные аналитиками МВФ исследования 18 стран с формирующимися рынками, с января 2001 г. по март 2013 г., показали связь между процентной ставкой по федеральным фондам США и уровнем спрэдов в странах с формирующимися рынками. Так, снижение уровня процентной ставки по федеральным фондам США влияет на повышение ликвидности в странах с формирующимися рынками, а также положительно воздействует на уровень спрэдов. Результаты оценки дают основания утверждать, что страны с формирующимися рынками могут получить существенную выгоду при узких спредах и низкой чувствительности во время воздействия неблагоприятных факторов и резких изменений глобальных настроений на финансовых рынках. Также, чем сильнее экономические и финансовые показатели конкретной страны, тем существеннее уменьшается у нее чувствительность к изменениям и рискам на глобальных рынках. Отметим, что низким спредам способствуют уменьшение дефицита бюджета и низкие показатели дефицита бюджета. Кроме того, для восточноевропейских стран (Болгария, Венгрия, Польша) проявляется феномен «EU Halo», когда восприятие к риску в среде инвесторов занижается для стран, входящих в Европейский союз (Csonto, Ivaschenko, 2013).

Денежно-кредитная политика развитых стран мира в современных мировых финансово-инвестиционных процессах существенно влияет на состояние фондовых бирж развитых стран мира, а также на рынки ценных бумаг стран с формирующимися рынками. Это подтверждается изменением в динамике глобальных потоков капитала, которые уменьшились в 2009 г. с 20 до 1,3% ВВП. Зарубежные сделки по операциям с ценными бумагами на иностранных фондовых биржах снизились на треть, с 52 до 38% по состоянию на 2010–2012 гг.

Анализ 77 стран – участников международного валютного рынка за период 1990–2012 гг. показал, что на глобальную ликвидность в основном влияют США.

К этой стране также присоединилась группа экономически развитых государств мира – Великобритания, страны Еврозоны, Япония, которые аналогично США существенно влияют на изменения обменных курсов валют и мировой валютный рынок в целом. Иногда импульсы, которые исходят из этих стран, более существенны, чем от США, что обусловлено глобальной ролью (величиной) банков Великобритании и Еврозоны в современном мире.

Отметим, что если банковский левиредж в США растет от 25 до 50%, то страны с низкой степенью контроля по трансграничным потокам капитала имеют такой рост примерно на 20%, а те страны, в которых применяется более высокий уровень ограничения на капитал, в среднем только на 11,5%. Для небанковских заемщиков, включенных в трансграничные потоки, величины влияния несколько ниже (рост банковского левиреджа изменяется с 13,5 до 7,5%) (Cerutti et al., 2014). Такие показатели, на наш взгляд, свидетельствуют о существенной финансовой глобализованности и взаимозависимости стран мира и обосновывают системную зависимость стран с формирующимися рынками от финансово-экономической политики развитых стран мира, особенно от финансово-инвестиционной ситуации в США.

Анализ внутреннего облигационного рынка в странах с формирующимися рынками также показывает существенную волатильность и чувствительность к глобальным изменениям в мировой экономике. Среди значительного количества факторов, влияющих на внутренний облигационный рынок стран с формирующимися рынками, выделяются два ведущих: глобальные аппетиты к риску и глобальная ликвидность. Уязвимость стран с формирующимися рынками не является однородной, но в значительной степени зависит от страновых специфических характеристик, а именно от состояния государственных финансов, фискальных основ, открытости финансового сектора и состояния внешних счетов.

Результаты исследований, которые были проведены аналитиками МВФ с января 2005 г. по июль 2013 г. среди 26 стран с формирующимися рынками, показывают,

что фискальные меры, коэффициенты государственного долга и сальдо бюджета страны являются важными факторами, которые влияют на спреды и доходность облигаций. Так, увеличение ожидаемого бюджетного дефицита на 1% от ВВП приводит к росту номинальной доходности облигаций примерно на 27–38 базисных пунктов, углубляя зависимость от дополнительного финансирования. Увеличение годового государственного долга на 1% от ВВП также повышает номинальную доходность по облигациям на 4-5 базисных пунктов. По странам с развитой экономикой влиятельным фактором является рост уровня инфляции, который приводит к увеличению доходности облигаций (Jaramillo, Weber, 2013).

Страны с формирующимися рынками реагируют на быстрое увеличение их корпоративного долга, который номинирован в долларах США, что может привести к значительным валютным диспропорциям. Так, объемы банковского кредитования развивающихся рынков увеличились до 3,1 трлн долл. США по состоянию на середину 2014 г., причем в основном это были заимствования в долларах США. В дополнение к этому небанковские частные заемщики с развивающихся рынков в 2009–2012 гг. выпустили международных долговых обязательств на 375 млрд долл., что вдвое больше, чем за четырехлетний период, предшествовавший кризису. В итоге из-за резкого усиления доллара США компании из стран с развивающимися рынками понесли убытки в десятки миллиардов долларов США, многие из них обанкротились. В связи с этим прогнозируются дальнейшие негативные последствия обесценивания валют развивающихся государств, причем девальвация национальных валют принесет им больше вреда, чем пользы. Обесценивание валют развивающихся стран быстрее подчеркнет их экономическую уязвимость, чем будет стимулировать рост. Из-за отсутствия структурных реформ в большинстве стран развивающегося мира в последние годы экспорт перестал быть двигателем их роста, который достигался в основном за счет сырья и дешевой рабочей силы. За последние несколько лет рост объемов экспорта стран с формирующимися

ся рынками был не просто слабым – он отставал от темпов роста ВВП. Из чего сделан вывод, что впечатляющие темпы роста экспорта стран с формирующимися рынками в 2000-х годах не могут быть обеспечены в ближайшие годы.

В этом контексте усиление доллара США как международной резервной валюты для развивающихся рынков, скорее, угроза, а не новые возможности. Развивающиеся страны в прошлом всегда страдали от усиления доллара США. Их правительства делали заемы за рубежом в долларах США (часто даже привязывали свою валюту к доллару США), а затем страдали от увеличения долгов в местной валюте, когда доллар США начинал расти. Решить эти проблемы, на наш взгляд, могут наличие плана долгосрочного реформирования экономики и его имплементация, нацеленная на формирование устойчивых институциональных основ для формирования конкурентоспособных предпринимательских структур на международном уровне (Уитли, 2014).

Роль иностранных инвесторов на фондовых биржах стран с формирующимся рынком

Отметим, что за последние годы мировые инвесторы вложили 1 трлн долл. США в государственные долговые обязательства стран с формирующимся рынком. Так, только в период с 2010 по 2012 г. в государственные облигации стран с формирующимся рынком было вложено иностранных инвестиций на 500 млрд долл. США, в основном иностранными небанковскими финансовыми организациями (крупными институциональными инвесторами, хеджевыми фондами, фондами национального благосостояния). По состоянию на конец 2012 г., этим инвесторам принадлежало примерно 800 млрд долл. США из этого долга, или 80% от общей суммы. Кроме того, по нашим расчетам, примерно от 40 до 80 млрд долл. этого долга принадлежало иностранным центральным банкам, причем их авуары в основном сосредоточены в семи странах: Бразилии, Индонезии, Китае, Польше, Малайзии, Мексике и Южной Африке.

Увеличение иностранного участия на рынках государственного долга стран с формирующимся рынком создает новые возможности и новые риски, особенно при формировании спроса. Рост иностранного участия на рынках государственного долга может помочь снизить стоимость заимствования и более равномерно распределить риски между инвесторами, но при этом может повысить риски внешнего финансирования, которым подвергаются страны. Кроме того, наличие представления о действиях инвесторов по развивающимся странам дает понимание динамики мирового спроса на государственные облигации.

Исследования показывают, что при высоком уровне иностранного участия в рынках государственных облигаций меньшую чувствительность к рискам внешнего финансирования имеют страны со следующими характеристиками:

- более низкое отношение долга к ВВП;
- более низкие валовые потребности в финансировании;
- более развитые внутренние финансовые системы;
- большие резервы ликвидности для защиты от внешних шоков.

Вышеперечисленное свидетельствует о важности продления сроков государственного долга, развития местной базы инвесторов и поддержания резервов ликвидности для снижения потенциального ущерба от неожиданного оттока внешнего финансирования. Страны, которые приняли эти компенсирующие меры, например Мексика и Польша, чувствовали меньшее давление в сторону повышения доходности облигаций летом 2013 г., несмотря на более высокую долю государственного долга, находящегося в иностранной собственности. В силу всех этих причин странам с формирующимся рынком необходимо тщательно наблюдать за тем, кому и как долго принадлежат их долговые обязательства. Целесообразно активизировать, налаживать прочные контакты и обмениваться оперативной информацией с базой своих инвесторов, чтобы понять их потребности. Понимание мотивов и подходов в отношении иностранного инвестирования предоставля-

ет преимущества и уменьшает риски от иностранной собственности на долговые обязательства стран с формирующимся рынком (Арсаналп, Такахиро, 2014).

После мирового финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг. для восстановления и устойчивого развития в странах с развитой экономикой была введена адаптивная денежно-кредитная политика. Ее суть – значительное вливание финансовой ликвидности на финансовые и в том числе фондовые рынки с целью роста занятости и оживления бизнес-процессов. Кроме того, в регулировании инвестиционно-финансовых процессов произошла существенная трансформация, которая нацелена на уменьшение бесконтрольности финансовых спекуляций и завышенных бонусов топ-менеджерам проблемных компаний или даже обанкротившихся финансово-инвестиционных компаний и банков.

В отличие от развитых стран мира в странах с формирующимся рынком данная тенденция не наблюдается, что обусловлено инертностью, нежеланием нарушать статус-кво на местных и региональных рынках, иногда даже низким уровнем внимания государственных органов власти к фондовым рынкам, которые не имеют стратегического значения в макроэкономических процессах на уровне развитых стран. Отмечается общее ухудшение состояния инвестирования в страны с формирующимся рынком, здесь замедлился приток капитала. Так, приток капитала в ряд развивающихся стран и стран с переходной экономикой заметно снизился за 2013 г. на фоне существенно увеличенной волатильности на финансовых рынках стран с рыночной экономикой, которая сопровождалась распродажами акций на фондовых рынках и резкой девальвацией местных валют. Это частично было вызвано объявлением Федеральной резервной системы США о сокращении ежемесячных покупок долгосрочных активов, которое может начаться уже в конце года².

Вышеперечисленные тенденции свидетельствуют о прямой зависимости меж-

ду действиями регуляторов развитых стран и состоянием фондовых бирж стран с формирующимися рынками. При необходимости улучшить ликвидность, дать толчок для бизнес-процессов, снизить уровень безработицы развитые страны мира уменьшают процентные ставки, внедряют программы количественного смягчения (т. е. предоставляют в обращение дополнительные «дешевые» денежные средства), разрабатывают и внедряют льготное кредитование для улучшения уровня занятости и развития малого предпринимательства и т. п. Все это предпринимается развитыми странами мира с целью выхода из рецессии, спада, неустойчивого или нулевого роста, для перехода к новому системному и более динамичному экономическому развитию. Но в то же время, на наш взгляд, в современной открытой мировой экономике такие действия влияют на стабильность, волатильность, приводят к спекулятивным отклонениям финансовых и фондовых рынков во многих странах с формирующимся рынком.

***Механизмы получения
дополнительной ликвидности
и привлечения финансовых инвестиций
странами с формирующимся рынком***

Учитывая современное состояние глобализированных финансов в мире, такие процессы не могут эффективно осуществляться напрямую между государством или центральным банком и предприятиями или населением. В современных условиях ликвидность аккумулируется на фондовых и кредитных рынках в финансово-инвестиционных компаниях и банках развитых стран мира. Отметим, что финансово-инвестиционные компании и банки развитых стран мира участвуют в глобальных международных инвестиционных процессах, поэтому эти средства направляются во все интересные проекты и недооцененные активы по всему миру, включая и фондовые рынки стран с формирующимся рынком. Таким образом, осуществляется быстрый приток ликвидности от финансово-инвестиционных компаний и банков развитых стран мира на фондовые рынки стран с формирующимся рынком.

² Global Financial Stability Report. A Report by the Monetary and Capital Markets. Department on Market Developments and Issues. October 2014 (<https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/>).

Отметим, что даже в условиях избыточной ликвидности такие средства подлежат жесткому контролю и риск-менеджменту, поэтому средства направляются на рынки с лучшими показателями и перспективами развития. Зарегулированность экономики, коррумпированность, ограничения на свободное привлечение и вывод из страны инвестиций, несоответствие законодательной базы международным стандартам и мировым традициям ведения финансово-инвестиционного бизнеса не дают возможности странам с формирующимися рынками получить такую ликвидность. Кроме того, существующие военные и политические сложные конфликты (например, в Сирии, Афганистане, Ираке и Украине) полностью ограничивают страны в привлечении инвестиций как в реальный, так и в финансовый сектор экономики.

Даже при наличии дешевой ликвидности в развитых странах мира такие средства привлекаются не всеми странами с формирующимися рынками, а только теми, которые движутся в фарватере реформ, приближаясь в своем социально-экономическом развитии к стандартам развитых стран мира. Геополитические, внутривластные и военные конфликты, а также экономические, социальные, инвестиционные, институциональные ограничения и несоответствия закрывают каналы инвестиций для большинства стран с формирующимися рынками. На таких рынках в большинстве своем работает специфический ограниченный капитал с соответствующей дополнительной надбавкой за риск, или быстрый спекулятивный капитал. Поэтому стоимость активов, недвижимости, земельных участков в этих странах в разы меньше (недооценена) по сравнению с аналогичными активами в развитых странах мира и странах, которые более системно развиваются и реформируют свою экономику.

Риски и деструктивное влияние на страны с формирующимися рынками от привлечения финансовых инвестиций

Успешные в проведении реформ страны с формирующимися рынками также имеют риски, привлекая финансовые инвестиции на фондовом рынке развитых стран

мира. Так, главный риск связан с внезапным изменением направления потоков инвестиционного капитала на фондовых рынках. На наш взгляд, этот риск можно уменьшить тремя способами. Во-первых, стратегически взвешенной макроэкономической политикой и, что особенно важно, эффективными фискальными мерами, а также низким уровнем инфляции, которые вместе составляют основу для распределения и перераспределения собственного капитала. Гибкий валютный курс также является неотъемлемой частью макроэкономической политики по стабилизации фондовых и финансовых рынков. Во-вторых, путем использования активной макропруденциальной политики для обеспечения устойчивости финансовой системы. В-третьих, необходимо проведение основных структурных реформ для увеличения продуктивности труда, производительности и сокращения экономических несоответствий (неконкурентных или коррупционных образований на рынке). В некоторых случаях эти три основных элемента могут быть недостаточными, поэтому в чрезвычайных обстоятельствах целесообразно задействовать также прямой контроль потоков инвестиционного капитала в течение какого-то определенного времени.

В целом, внешние финансовые инвестиции необходимо привлекать в экономику для обеспечения финансовой устойчивости и системного роста финансового сектора в интересах долгосрочного экономического роста страны. Но эти планы стран с формирующимися рынками не совпадают с денежно-кредитной политикой развитых стран мира, которые ориентируются на собственные макроэкономические индикаторы. Таким образом, страны с формирующимися рынками являются в некоторой степени «заложниками» политики развитых стран мира. Кроме того, объемы финансово-инвестиционных капиталов развитых стран мира в значительной степени превышают финансово-инвестиционные капиталы (возможности) развивающихся стран и стран с формирующимися рынками, а потому могут их легко разбалансировать, спекулятивно привести фондовый рынок развивающихся стран и стран с формирующимися рынками

к существенной волатильности и кризисным явлениям. Только Китай обладает мощной системно растущей экономикой, значительными золотовалютными запасами и может полноценно и без стресса отреагировать на быстрый отток значительных финансово-инвестиционных средств из внутреннего рынка капиталов. При этом китайская экономика имеет протекционистское законодательство в финансово-инвестиционной сфере по регулированию деятельности иностранных компаний на фондовой бирже (Редзюк, 2013).

Особенности положительного влияния от привлечения финансового капитала странами с формирующимся рынком

Анализ воздействия денежно-кредитной политики развитых стран мира на фондовые биржи стран с формирующимися рынками не будет полноценным без раскрытия ее положительного влияния на страны с формирующимися рынками. Так, на наш взгляд, желание получить более дешевую ликвидность на международных рынках капитала стимулирует страны с формирующимися рынками к реформированию в соответствии с требованиями и стандартами развитых стран мира. Поэтому они придерживаются глобальных «правил игры» при сотрудничестве с иностранными инвесторами и приобретают специальные знания в области технологий и корпоративного управления, либерализуют законодательство в финансово-инвестиционной сфере, создают советы (комитеты) по привлечению инвесторов, улучшают конкурентную среду. При таком подходе они приобретают способность развивать собственные финансовые рынки и постепенно становятся глобальными участниками международного рынка.

В целом, современная финансовая глобализация требует от макроэкономической политики государств мира (особенно в странах с формирующимися рынками) нацеленности глобальных потоков капитала на более рациональное использование капитала при обслуживании государственного и корпоративного долгов, на рост производительности труда и повышение эффективности производства. Также государственное регу-

лирование портфельных инвестиций несет положительный эффект, когда выполняет функцию «сглаживания» внутринационального экономического цикла. То есть приток капитала целесообразно привлекать и усиливать его во время рецессии, падения экономики или депрессивного ее состояния, а во время роста экономики, наоборот, ограничивать. Но в реальных условиях экономические законы действуют иначе: растущая экономика привлекает иностранные инвестиции, а стагнирующая и депрессивная, наоборот – сокращает существующие потоки инвестиций и отпугивает потенциальных зарубежных инвесторов, усиливает действие кризисных явлений в экономике. Поэтому потоки внешнего финансирования должны на государственном уровне проходить через достаточно эффективную регулирующую среду. Этому может помочь сочетание стратегически взвешенной макроэкономической политики и макропруденциального контроля потоков иностранных заимствований и зарубежных инвестиций. Стратегически ориентированное планирование макроэкономической политики направлено на повышение эффективности функционирования финансовых рынков за счет системного стимулирования развития рынка, внедрения эффективной системы регулирования и взвешенной налогово-бюджетной политики. Макропруденциальные меры должны обеспечивать приток капитала в наиболее продуктивные отрасли экономики и помогать отечественным инвесторам (и на фондовых рынках, и в реальном секторе экономики) получить выгоды за счет распределения риска и диверсификации портфелей отечественных инвесторов.

Ограниченность в мире эффективного глобального управления финансовыми потоками капиталов

Глобальная социально-экономическая нестабильность в мире привела к тому, что большинство центральных банков развитых стран и стран с формирующимися рынками получают многочисленные мандаты с расширенными функциями. Денежно-кредитная политика превратилась в ведущий оперативно-тактический механизм государственного управления. Это обуслов-

лено как глобальными вызовами, так и институциональной неэффективностью государственного регулирования финансовой системы в большинстве стран. На современном этапе даже в странах с развитой экономикой политика социально-экономического развития в основном направлена на совершенствование денежно-кредитной политики с целью предотвращения финансового кризиса и обеспечение экономического роста, хотя системный и стратегический рост требует принятия оптимальных и взвешенных решений по институциональной, налогово-бюджетной и структурной политике.

Отсутствие эффективных решений в макроэкономической политике на уровне государств мира приводит на глобальном уровне к неопределенности, сдерживает экономический рост в мире, в результате создаются международные организации, легитимность и ресурсы которых необходимо усилить для выравнивания и содействия системному экономическому росту в мире. Существующая ограниченность эффективного глобального управления имеет серьезные последствия для потоков капитала. Финансовые руководители экономик развивающихся стран считают, что им необходимо накапливать больше резервов. Это заставляет их покупать государственные облигации стран с развитой экономикой для дальнейшего их использования в качестве безопасных активов, которые гарантируют достаточный уровень защиты от волатильных потоков капитала. В условиях экономической нестабильности и рецессии на международных финансовых рынках спрос на безопасные активы для стран с формирующимися рынками растет. В период после финансового кризиса традиционные нормативы достаточности резервов не принимались. Разработчики финансово-экономической политики в странах с формирующимися рынками считают, что чем больше резервов, тем лучше, даже несмотря на цену и последствия накопления этих резервов. При этом по мере роста спроса на безопасные активы их объем значительно сокращается.

Такие меры, как контроль движения капитала и наличие резервов, могут спо-

собствовать формированию определенного резерва прочности в краткосрочной перспективе, но в долгосрочной и среднесрочной перспективе являются не в полной мере эффективными. Примером может выступать экономика Российской Федерации, которая за II полугодие 2014 г. потратила примерно 1/4 из собственных золотовалютных резервов (примерно 100 млрд долл. США), но это не спасло ее от падения экономики и не сдержало девальвацию рубля, курс которого снизился более чем на 90%. По мнению автора, только формирование обновленной институциональной среды и стратегически взвешенная структурная политика, нацеленная на выявление внутренних и внешних угроз, вместе с реформами в политической, государственной, финансовой, корпоративной, предпринимательской среде, а также дерегуляция с нацеленностью на создание современных на мировом уровне конкурентных структур дают основания для стабильного развития в глобализированной экономической среде странам с формирующимся рынком.

Отметим, что международная институциональная среда регулирования потоков капитала между странами нуждается в обновлении и реформировании. Периодические мировые и региональные финансово-экономические кризисы, а также неустойчивый рост мировой экономики после кризиса 2008–2009 гг. свидетельствует о необходимости этих мер. Так, по состоянию на 2013–2014 гг., компании создают резервы наличности в небывалых ранее масштабах: около 2,8 трлн долл. США в Японии, 1 трлн долл. в Европе и 1,5 трлн долл. в Соединенных Штатах. Объем резервов наличности, принадлежащих компаниям Великобритании, превышает стоимость их предприятий и оборудования³. Кроме этого, приоритетная задача частного сектора развитых стран мира заключается в сокращении долга и консолидации баланса. Их поведение свидетельствует о существенной заинтересованности в получе-

³ Долгосрочное финансирование: полезны ли фондовые рынки развивающихся стран? Материалы переговоров высшего уровня между Банком России и Банком международных расчетов, 18-20 июля 2013 г. Валютно-экономический департамент. Декабрь 2013 г. (http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap75_ru.pdf).

нии ликвидных средств, что обусловлено глобальной неопределенностью с ростом мировой экономики. В международных экономических отношениях проявляется тенденция, когда долгосрочное состояние депрессии и неопределенности резко сменяется быстрым «бумом» и необходимостью инвестирования в рискованные активы, которое, в свою очередь, приводит к очередному финансово-экономическому кризису. При этом фондовые биржи стран с формирующимися рынками, в основном, становятся наиболее уязвимыми.

Международное регулирование потоков капитала должно быть направлено на относительно условное равновесие мировой экономики и стимулирование к выравниванию потоков инвестиций, которые необходимо направлять для системного экономического роста. Отметим, что системному экономическому росту в мире существенно мешает долговая нагрузка как стран, так и частных корпоративных структур. Проявляется эффект противоположных полюсов в экономике, когда жесткие долговые условия по погашению кредитов уничтожают предпринимательскую среду и ухудшают социальное положение внутри страны, а отсроченное признание убытков ведет к сохранению неэффективных производственных структур, снижая производительность труда и инициативность предпринимательской среды. Поэтому оптимальным путем устойчивого развития страны автор считает поиск баланса с ориентацией на восстановление экономического роста. При этом отметим, что большинство «токсичных» долгов аккумулирует банковская система, а деятельность фондовых бирж является более конкурентной и прозрачной, круг ее участников (финансовых посредников) в значительно меньшей степени способствует такому накоплению долговой нагрузки. То есть современный уровень глобализации требует от стран с формирующимися рынками паритетного развития как банковского, так и фондового рынков.

Асимметричное развитие или ориентация только на один рынок в современных условиях приносят дополнительные риски в экономике. Так, примером может быть Украина, где формально фондовый

рынок есть, а функционально он не обеспечивает отечественную экономику необходимыми финансовыми ресурсами и инструментами. В то же время банковская система имеет мощное политическое лобби и практически монопольное положение на рынке финансовых услуг. Поэтому все риски сосредоточены в банковской системе. Проблемы колебания курса гривны, функционирования одного банка из первой 10-ки крупнейших банков в Украине являются проблемами для всей страны, как для физических, так и юридических лиц. Кроме того, банковская система заинтересована в сохранении установленных связей, в работе, в первую очередь, с крупным бизнесом, со сферой торговли. Малый, средний и инновационный бизнес, сфера услуг, которые в третьем тысячелетии являются новой движущей силой для развития экономики, в основном, начинаются и развиваются в современных условиях благодаря фондовым биржам, получить финансирование от банковских структур им практически невозможно. В связи с этим, по мнению автора, необходимо паритетное развитие и банковской системы, и фондового рынка в странах с формирующимися рынками; их гармоничное сосуществование и взаимодополнение позволят более успешно развивать собственную экономику (Редзюк, 2014).

Успешные стратегии финансового развития стран с формирующимся рынком в условиях глобализации

Анализ денежно-кредитной политики развитых стран мира также должен включать в себя последние тенденции состояния неопределенности мировой экономики. Чем выше будущая неопределенность в мировой экономике, тем большее предпочтение среди стран мира отдается краткосрочным (ликвидным) инвестициям. Страны с формирующимися рынками сосредотачиваются на решении этих главных задач: пополнение золотовалютных резервов, повышение требований и докапитализация банковской системы, существенное ограничение по кредитно-инвестиционным операциям. Но, как уже отмечалось выше, это не всегда целесообразно, тактические зада-

чи могут быть препятствием для долгосрочного системного социально-экономического роста. На наш взгляд, стратегическое, системное и более эффективное экономическое развитие требует других приоритетов. Осознавая, что долгосрочные инвестиции несут в себе большое количество других, часто не связанных между собой рисков (правовых, геополитических, технологических и экономических), отметим: состояние стран с формирующимися рынками требует предоставления кредиторам и заемщикам, предпринимательским структурам и государственным органам управления новой институциональной среды со стратегическими приоритетами развития на основе транспарентной финансовой системы, которая включала бы возможности и банковской системы, и фондового рынка, с функционированием полноценных и профессиональных участников данных рынков.

Странам с формирующимися рынками была бы полезной трансформация от краткосрочного финансирования и поддержки к долгосрочному финансированию и кредитованию. При таком подходе есть возможность выстроить более стабильную экономическую систему, которая нацелена на более устойчивый социально-экономический рост. Современное состояние финансовых систем стран с формирующимися рынками свидетельствует о том, что они не являются изолированными от глобальных потоков капитала, а потому нуждаются в существенном совершенствовании, реформировании по международным стандартам и постепенном развитии. Успешным примером создания такой высококонкурентной финансовой системы является Сингапур, реформирование финансовой системы которого превратило страну в мировой финансовый центр. Было проведено системное укрупнение банков, они перешли на международные стандарты отчетности и управление рисками; введены современные международные расчетно-клиринговые системы; введен фондовый рынок по лучшим мировым стандартам с международной системой допуска к торгам; на международные стандарты переведены системы аудита и бухгалтерского учета предприятий, финансовых компаний

и банков; накопление резервов осуществлялось только в наиболее ликвидных активах и валютах мира; эмиссия национальной валюты соответствовала золотовалютным резервам и не приводила к росту инфляции или резким колебаниям курса, проводилось ответственное инфляционное таргетирование; введены персональные накопительные пенсионные счета, управление пенсионными и инвестиционными фондами страны было доверено лучшим мировым специалистам и компаниям в финансово-инвестиционной сфере и др. (Ли Куан Ю, 2000).

На современном этапе развития мировой экономики для стран с формирующимися рынками есть и другие существенные вызовы, а именно: неспособность их фондовых бирж обеспечить эмиссию безопасных активов, что существенно ограничивает устойчивость внутренних рынков капитала к внешним потрясениям. Поэтому, на наш взгляд, только стабильное, стратегически взвешенное экономическое развитие в сочетании с реформированием, нацеленным на повышение эффективности внутренних институтов и соответствие их международным стандартам, а также постепенной либерализацией финансово-инвестиционной среды будет уменьшать волатильность на таких рынках и повышать рейтинг ценных бумаг, которые эмитируют страны с формирующимися рынками.

Кроме того, опасным явлением на фондовых биржах стран с формирующимися рынками является отсутствие мониторинга иностранных инвестиционных фондов, при котором возможен краткосрочный кризис ликвидности (например, при закрытии такого фонда или при панических настроениях иностранных инвесторов), что приводит к обвалу цен на активы в соответствующих странах. Но, в целом, отметим, что большинство стран с формирующимися рынками увеличили масштабы внутренней базы инвесторов (отечественных паевых фондов, пенсионных фондов, страховых компаний и банков), иногда этому способствовало прямое участие иностранных инвесторов во внутренних рынках. Кроме того, большое число стран с формирующимся рынком в современных условиях может продавать иностранцам внутренние обли-

гации, номинированные в национальной валюте, преодолев проблему зависимости от курсовых колебаний ведущих валют мира. Качество институтов внутренних рынков также значительно повысилось. В аналитическом докладе экспертов МВФ подчеркивается, что внутренние финансовые системы с большим объемом отечественных услуг, продуктов и с ликвидными рынками помогают снизить чувствительность доходности акций и облигаций стран с формирующимся рынком к изменениям глобальных финансовых условий. Такое снижение в количественном выражении также является значительным, — отмечают эксперты МВФ. В докладе дополнительно сообщается, что меры, которые способствуют созданию более развитых финансовых систем, позволят странам с формирующимся рынком в большей мере воспользоваться выгодами финансовой глобализации при снижении ее потенциальных расходов.

Отметим, что с начала 2000-х годов увеличивается роль фондов, инвестирующих в облигации, особенно тех, которые вкладывают средства в облигации, номинированные в национальной валюте. Вкладчики в странах с развитой экономикой на современном этапе развития глобализированной мировой экономики все чаще направляют свои средства в глобальные паевые фонды, инвестирующие как в страны с развитой экономикой, так и в страны с формирующимся рынком. Участие фондов национального благосостояния и центральных банков на этих финансовых рынках также расширяется. МВФ отмечает, что это инвесторы, которые ведут себя абсолютно по-разному. Так, во время распродажи акций и облигаций стран с формирующимся рынком в 2013 — начале 2014 г. институциональные инвесторы, такие как пенсионные фонды и страховые компании, имеющие долгосрочные стратегии, в целом сохранили свои инвестиции в страны с формирующимся рынком, а паевые фонды, ориентированные на розничных клиентов, изъяли свои вложения. Различные виды паевых фондов, например, специализирующихся на облигациях и акциях, также демонстрируют разную степень чувствительности к глобальным финансовым потрясе-

ниям. Инициативы в поддержку развития рынков облигаций в национальной валюте, как правило, дают положительные результаты. Поэтому странам с формирующимся рынком необходимо следить за масштабами и структурой прямого участия иностранных инвесторов во внутренних рынках, поскольку очень значительное иностранное присутствие может привносить новую волатильность и нестабильность на фондовом рынке⁴.

* * *

Вышеперечисленные факты свидетельствуют о существенной зависимости фондовых бирж стран с формирующимися рынками от глобальных потоков капитала и от курса денежно-кредитной политики развитых стран мира. В целом, оптимизация механизма взаимодействия денежно-кредитной политики развитых стран с фондовыми параметрами стран с формирующимися рынками возможна, если учитывать ведущую роль США и стран «большой семерки» в глобальных финансовых потоках. Необходимо системно отслеживать ситуацию на этих рынках и оперативно реагировать на появление деструктивных тенденций. Также, на наш взгляд, странам с формирующимися рынками необходим стратегический подход к макроэкономическому планированию и институциональному развитию, нужно нацеливаться на низкий уровень бюджетного дефицита и государственного долга, инвестировать в наиболее продуктивные и эффективные каналы отдачи капитала, который бы генерировал экспортную валютную выручку или уменьшал объем импорта, что приведет к снижению кризисных явлений.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ (REFERENCES)

Арсаналл С., Такахиро Ц. 2014. *Вопрос на триллион долларов: кому принадлежит долг стран с формирующимся рынком.* <http://www.imf.org/external/russian/np/blog/2014/030514r.pdf>

⁴ Страны с формирующимся рынком могут адаптироваться к меняющемуся составу глобальных инвесторов. Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности. Обзор МВФ. 31 марта 2014 г. (<http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/survey/so/2014/pol033114br.htm>).

Arsanalp S., Takakhiro Ts. 2014. *Vopros na trillion dollarov: komu prinadlezhit dolg stran s formiruiushchimsia rynkom.* <http://www.imf.org/external/russian/np/blog/2014/030514r.pdf>

Ли Куан Ю. 2000. *Сингапурская история (1965–2000). Из «третьего мира» – в «первый».* <http://lib.ru/MEMUARY/SINGAPUR/singapur.txt>

Lee Kuan Yew. 2000. *Singapurskaia istoria (1965–2000). Iz «tret'ego mira» – v «pervyi».* [The Singapore Story (1965–2000). From the «third world» – in the «first»]. <http://lib.ru/MEMUARY/SINGAPUR/singapur.txt>

Редзюк Є.В. 2013. *Порівняльна характеристика темпів економічного зростання та капіталізації фондових бірж світу й України.* Київ: Фінанси України. № 7 (212). С. 78–90.

Redziuk Ye.V. 2013. *Porivnialna kharak-terystyka tempiv ekonomichnogo zrostannia ta kapitalizatsii fondovykh birzh svitu y Ukrainy.* [Comparative characteristics of economic growth and capitalization of stock exchanges in the world and Ukraine]. Kyiv: Financy Ukrainy. No 7 (212). P. 78–90.

Редзюк Є.В. 2014. *Оценка деятельности российских инфраструктурных организаций и крупных инвесторов на украинской фондовой бирже.* Тольятти: Вектор науки Тольяттинского государственного университета. Серия: экономика и управление. № 3 (18). С. 58–61.

Redziuk E.V. 2014. *Otsenka deiatel'nosti rossiiskikh infrastrukturykh organizatsii i krupnykh investorov na ukrainskoi fondovoi birzhe.* [Evaluation of Russian infrastructure organizations and major investors on the Ukrainian Stock Exchange]. Tol'iatti: Vector nauki Tol'iattinskogo gosudarstvennogo universiteta. Seria: ekonomika i upravlenie. No 3 (18). P. 58–61.

Уитли Дж. 2014. *Усиление доллара стало угрозой для развивающихся стран.* <http://investfunds.ua/news/usilenie-dollar-stalo-ugrozoy-dlya-razvivayuwihysya-stran-kapital-126079/>

Whitley J. 2014. *Usilenie dollara stalo ugrozoi dlia razvivaiushchikhsia stran.* [Strengthening of the dollar was a threat to the developing countries]. <http://investfunds.ua/news/usilenie-dollar-stalo-ugrozoy-dlya-razvivayuwihysya-stran-kapital-126079/>

Cerutti E., Claessens S., Ratnovski L. 2014. *Global Liquidity and Drivers of Cross-Border Bank Flows.* *IMF Working Paper.* April. P. 5–9.

Csonto B., Ivaschenko I. 2013. *European Department. Determinants of Sovereign Bond Spreads in Emergent Markets: Local Fundamentals and Global Factors vs. Ever-Changing Misalignments.* *IMF Working Paper.* July. P. 8–10.

Jaramillo L., Weber A. 2013. *Global Spillovers into Domestic Bond Markets in Emerging Market Economies.* Fiscal Affairs Department. *IMF Working Paper.* December. P. 13–18.

INFLUENCE OF THE MONETARY POLICY OF DEVELOPED COUNTRIES ON THE STOCK EXCHANGES OF EMERGING ECONOMIES

Yevhenii Redziuk¹

Author affiliation: ¹Institute of Economy and Forecasting of the National Academy of Sciences of Ukraine (Kyiv, Ukraine).

Corresponding author: Yevhenii Redziuk (redzyuk@gmail.com).

ABSTRACT. The paper reveals the role of the developed countries' monetary policies as an instrument of influence on the operational state of the stock markets of the world, as well as on their levels of liquidity and volatility. There was established a direct dependency between the actions of the developed economies' regulators and the state of the stock exchanges in the emerging economies. The latter, in the current globalized economy, quickly respond to capital flows from the developed countries, while lacking sufficient instruments for balancing those flows. Given the above, there is a necessity in the state regulation of foreign portfolio investments in emerging economies, with orientation at «smoothing» an in-country business cycle, as well as a gradual development of the financial and stock markets.

KEYWORDS: monetary policy, stock exchanges, securities market, monetary policy in developed countries, stock markets of emerging economies, financial globalization.

JEL-code: F21, F34 F40, E50, E44.



Матеріал постутив 26.01.2015 г.