

DOI: [https://doi.org/10.18371/fp.3\(35\).2019.190096](https://doi.org/10.18371/fp.3(35).2019.190096)

УДК 336.7

ВПЛИВ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ ФЕДЕРАЛЬНОЇ РЕЗЕРВНОЇ СИСТЕМИ США НА МІЖНАРОДНІ ФІНАНСОВІ РИНКИ: АСПЕКТ КРАЇН, ЩО РОЗВИВАЮТЬСЯ

ГОРДЕЄВА Дар'я Валеріївна*к.е.н., доцент кафедри економіки та менеджменту**Інституту банківських технологій та бізнесу**ДВНЗ «Університет банківської справи»**ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0003-0474-3138>**e-mail: gordeyeva.daria@ubs.edu.ua***НІКІТЧУК Станіслав Миколайович***студент Інституту банківських технологій та бізнесу**ДВНЗ «Університет банківської справи»**e-mail: nikichuk1997@gmail.com*

Анотація. У статті розглядається банківський регулятор США – Федеральна резервна система (ФРС). На основі дослідження місячних даних за період з січня 2000 р. по березень 2019 р. за допомогою методів статистичного та кореляційно-регресійного аналізу оцінюється вплив грошово-кредитної політики ФРС на міжнародні фінансові ринки. Виявлено пряму реакцію монетарної політики інших банківських регуляторів на рішення ФРС після кризи 2008-2009 років. Були виділені ключові тренди світових фінансових майданчиків через зміну грошово-кредитної політики ФРС і можливі наслідки для реального і фінансового секторів світової економіки.

Ключові слова: Федеральна Резервна Система, грошово-кредитна політика, кількісне пом'якшення, фінансові ринки, ринок цінних паперів, процентні ставки, капітал.

Постановка проблеми. Фінансові ринки та вся фінансова система загалом становлять основу стабільного

Аннотация. В статье рассматривается банковский регулятор США – Федеральная резервная система (ФРС). На основе исследования месячных данных за период с января 2000 по март 2019 с помощью методов статистического и корреляционно-регрессионного анализа оценивается влияние денежно-кредитной политики ФРС на международные финансовые рынки. Были выделены ключевые тренды мировых финансовых площадок из-за смены денежно-кредитной политики ФРС и возможные последствия для реального и финансового секторов мировой экономики.

Ключевые слова: Федеральная Резервная Система, денежно-кредитная политика, количественное смягчение, финансовые рынки, рынок ценных бумаг, процентные ставки, капитал.

розвитку світової економіки, а також сприяють здійсненню модернізації і диверсифікації економіки різних країн

світу. Протягом 2007-2008 рр. макроекономічні показники США почали погіршуватися, що стало першим дзвінком напередодні світової фінансової кризи. У силу різних причин для стимулювання зростання економіки банківський регулятор країни – Федеральна резервна система (далі – ФРС) – прийняв рішення про початок періоду зниження процентних ставок, які є ключовим інструментом монетарного впливу на реальний і фінансовий сектор економіки. Після фінансової кризи, найважливішим гравцем у формуванні основних тенденцій міжнародних фінансових ринків виступала ФРС. Значний вплив політики даного регулятора на діяльність національних банків іноземних держав, переміщення транскордонних капіталів та зміни на світових фінансових ринках внаслідок рішень ФРС, визначають актуальність цього дослідження.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Розглянемо результати ряду проведених досліджень, які дозволяють оцінити вплив грошово-кредитної політики США на країни, що розвиваються, з початку ХХІ ст., включаючи як традиційну, так і нетрадиційну політику. Під нетрадиційною політикою будемо розуміти політику кількісного пом'якшення (англ. Quantative easing (далі – КП)) – це така монетарна політика, за якої економіка насичується коштами за рахунок додаткової грошової емісії у значних обсягах через фондовий ринок шляхом купівлі фінансових активів, що зменшує кредитні спреди та збільшує доступність кредитів для позичальників [1, с. 12].

Ж. Чен, Т. Манчіні-Гріфолі і Р. Сей проаналізували грошово-кредитну

політику США з січня 2000 по березень 2014 р. Було виявлено, що країни з вищими темпами зростання реального ВВП, меншими значеннями дефіциту поточного рахунку платіжного балансу, нижчою інфляцією і меншою часткою національного боргу, що знаходиться в руках нерезидентів, відчувають менший вплив транскордонного ефекту, особливо в період проведення нетрадиційної грошово-кредитної політики [2, с. 3].

К. Касерес і ін., вивчаючи фінансові взаємозв'язки в світовій економіці на основі даних 43 розвинених країн і країн, що розвиваються, за період з початку 2000-х рр. по 2015 р., виявили, що короткострокові національні процентні ставки помірно реагують на збільшення ставки по федеральних фондах (реакція відрізняється по країнах), водночас взаємозв'язок довгострокових ставок набагато вищий – при збільшенні ставки по 10-річних американських облігаціях на 100 базисних пунктів в 2/3 країн довгострокові процентні ставки збільшуються на 5-80 базисних пунктів. Таким чином оцінюється вплив грошово-кредитної політики США на економіку різних країн через канал процентної ставки [3, с. 3].

С. Бхаттарай і ін. оцінили шоки від грошово-кредитної політики США для країн, що розвиваються, використовуючи VAR-модель. Аналіз здійснювався за період 2004-2015 рр. для країн з плаваючим режимом валютного курсу, котрі є досить глибоко інтегрованими в світові фінансові ринки (всього розглядалося 15 країн). Так, наприклад, було виявлено, що у відповідь на збільшення короткострокової процен-

тної ставки у США на одне стандартне відхилення (0.262 в.п.) фондові індекси у країнах, що розвиваються, знижуються на 0.5%, а національні валюти знецінюються на 0.15%. Крім того, як і слід було очікувати, має місце негативний макроекономічний ефект, що виражається в падінні ВВП (на 0.14% у відповідь на збільшення процентної ставки в США на одне стандартне відхилення) [4, с. 1-3].

Проведене С. Авдієвим, Л. Гамбакортой, Л. Голдберг і С. Ш'яффі дослідження показало, що грошово-кредитна політика США впливає на глобальну ліквідність, причому цей вплив посилюється після глобальної економічної та фінансової кризи (з I кварталу 2009 р.), тобто в період проведення політики кількісного пом'якшення, і знову послабився після 2013 року [5].

Ф. Боралло й ін. [6] відзначають, що серед країн, що розвиваються, сильніше на зміни грошово-кредитної політики США повинні реагувати латиноамериканські країни, оскільки вони більшою мірою залежать від залучення боргового капіталу, номінованого в доларах США; фінансові зв'язки цього регіону з США міцніші, ніж в інших регіонах; багато країн Латинської Америки є експортерами сировинних товарів, ціни на які номінуються в доларах США [6, с. 114]. Окрім Латинської Америки сильний вплив має монетарна політика США на Східну Європу, Близький Схід та Африку. За даними ФРС, в облігації країн, що розвиваються, протягом 2010-2013 рр. у середньому щотижня вкладався майже 1 млрд. дол. США [7].

Аналіз приведених робіт показав, що автори досліджували вплив окремих подій (оголошень про конкретні програми КП і про скасування цієї політики) на показники країн, що розвиваються (прибутковість 10-річних державних облігацій, номінованих в національних валютах, валютні курси до долара США і ключові національні фондові індекси). Отримані ними результати свідчать про те, що найбільший вплив на країни, що розвиваються, мали оголошення про перший етап КП (2008-2009 рр.) і про скасування цієї політики (2013) [2-6].

Більшість досліджень сходяться на тому, що зміни в грошово-кредитній політиці США викликають зміни цін іноземних активів, головним чином цін облігацій та акцій.

Водночас, слід зазначити, що згадані дослідження не охопили останній період (підвищення процентних ставок в США (після грудня 2015 р.)) і загальну картину за останні 20 років, на що і буде спрямоване наше дослідження. Для його проведення було сформовано вибірку з наступних країн, що розвиваються: Мексика, Південно-Африканська Республіка (ПАР), Таїланд, Бразилія, Південна Корея, Чилі, Аргентина, Індія на Індонезія, оскільки їх економічні процеси найбільш активно реагують на грошово-кредитну політику США.

Метою даної статті є дослідження впливу грошово-кредитної політики ФРС США, зокрема її нетрадиційних заходів, на світові фінансові ринки з акцентом на країни, що розвиваються.

Результати дослідження. У теорії можна виділити два основних канали впливу грошово-кредитної політики

США на реальний і фінансовий сектор економіки. Перший передбачає такі заходи грошово-кредитної політики, які діють на американську економіку в бік її стимулювання або стримування, що здійснює відповідний вплив і на глобальний попит, враховуючи роль США у світовій економіці. Другий канал пов'язаний з впливом на ціни активів – насамперед, на процентну ставку і валютний курс. Наприклад, коли ФРС проводить стримуючу грошово-кредитну політику і підвищує процентні ставки, відбувається погіршення умов залучення коштів на світових фінансових ринках, збільшується премія за ризик для інвесторів, і міжнародні потоки капіталу скорочуються. Це створює тиск на національні валюти інших країн по відношенню до долара США у бік їх знецінення.

Вплив грошово-кредитної політики ФРС, ключовим інструментом якої є процентна ставка, на міжнародні фінансові ринки можна оцінювати з різ-

них боків. Для того щоб визначити вплив грошово-кредитної політики ФРС спочатку на американський ринок цінних паперів, варто дослідити ключові фондові інструменти і проаналізувати їх зв'язок із динамікою зміни процентних ставок.

Одним з ключових показників фондового ринку є біржовий індекс S&P500, у кошик якого входить 500 найбільших американських корпорацій, що мають найбільшу капіталізацію. Станом на березень 2019 року загальна капіталізація компаній, які є емітентами акцій, що включені в цей біржовий індекс, становить 20,8 трлн. дол. США (близько 80% ринкової капіталізації всіх компаній) [8]. Це на 300 млн. дол. США більше, ніж загальний обсяг ВВП США у 2018 році. Від руху S&P500 залежать тенденції всіх фондових майданчиків світу, адже індекси інших країн мають високий рівень кореляції з S&P500 (рис. 1).

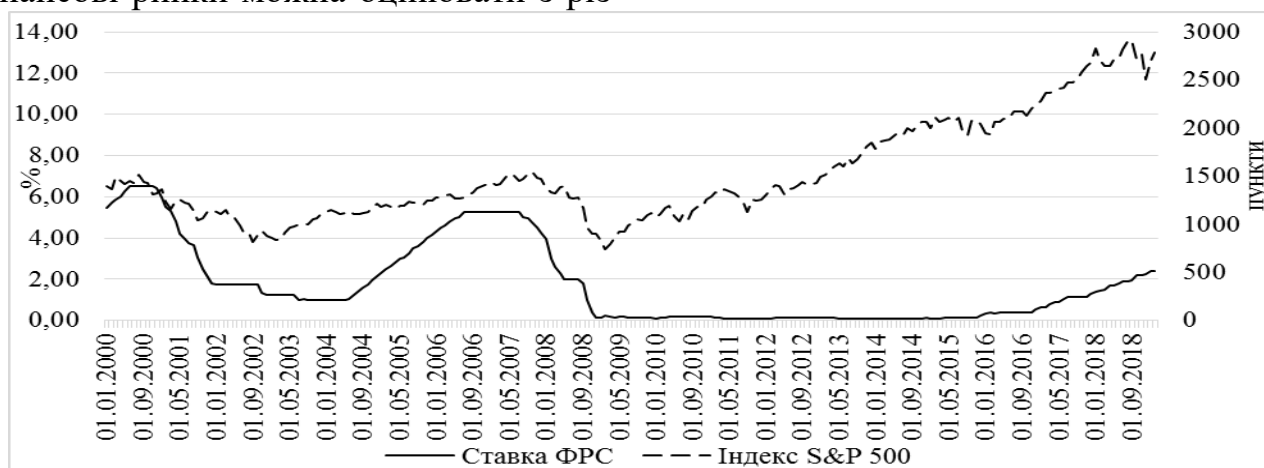


Рис. 1. Співвідношення динаміки ставки ФРС по федеральним фондам США (ліва шкала) і біржового індексу S&P500 (місячні дані) (права шкала), 2000-2019 рр.

Джерело: побудовано автором на основі даних [8]

Причиною такого руху біржового індексу S&P500 можуть бути багато

вагомих факторів. У першу чергу, варто відзначити зростання вартості акцій

через низьку процентну ставку грошово-кредитної політики ФРС. Загалом між ставкою ФРС і індексом S&P500 спостерігається інтенсивний непрямої зв'язок – чим нижча ставка, тим вищий індекс. Фундаментально це пояснюється тим, що ставка впливає на умови кредитування, а значить і на зростання або скорочення виробництва. Відповідно зростає або спадає попит на акції компаній, що знаходяться в обігу на фондовій біржі.

При появі ознак суттєвої фінансової нестабільності у вересні 2007 р. у США почався цикл пом'якшення грошово-кредитної політики. До грудня 2008 р. ключова процентна ставка ФРС – ставка по федеральних фондах – була знижена до діапазону 0-0.25%, впритул наблизившись до своєї нижньої межі, що стало причиною гальмування падіння ринку. Так, індекс S&P500, зниження якого з жовтня 2007 р. по березень 2009 р склало 57%, практично відновився до своїх максимальних передкризових значень до жовтня 2012 р. Тому ефект вжитих заходів на динаміку ринку акцій можна охарактеризувати як однозначно позитивний.

Оскільки процентні ставки до банкрутства інвестиційного банку Lehman Brothers вже знаходилися поблизу нульової позначки, можливості стандартної грошово-кредитної політики (зокрема зменшення норми обов'язкового резервування) були вкрай обмежені: знижено процентні ставки по короткостроковим активах та збільшено грошову пропозицію, проте економічну рецесію і безробіття подолати не вдалося. Крім того, стала реальною пастка ліквідності, коли

учасники ринку (за Дж. М. Кейнсом) починають заощаджувати з огляду на дефляційні очікування, а облікова ставка вже знижена до нуля. Тому з кінця 2008 р. ФРС була змушена перейти до нетрадиційних інструментів грошово-кредитної політики, або політики КП.

Керівництво ФРС США одним з перших у світовій практиці запровадило програму КП загальним обсягом близько 4 трлн. дол. США, яка проводилася у 3 етапи. Програми КП I, II і III діяли: з листопада 2008 р. по грудень 2009 р., з листопада 2010 р. по червень 2011 р і з вересня 2012 по жовтень 2014 року відповідно [9]. Основною метою КП I був викуп іпотечних та інших облігацій на 1,7 трлн. дол. США, КП II – США на 600 млрд. дол. США (по 75 млрд. дол. США на місяць), а також реінвестування до кінця III кварталу 2011 р. у ці самі активи ще 300 млрд. дол. США прибутків, отриманих від раніше придбаних облігацій. Мета програми КП III – підвищення темпу зростання заробітних плат та скорочення безробіття.

Планувалося, що у рамках КП III ФРС буде щомісячно викуповувати казначейські облігації на суму 85 млрд. дол. США. Джерелом цих покупок був «друкарський верстат», який працював на «повну потужність». Основними власниками казначейських облігацій США виступали комерційні банки. Відповідно, при проведенні цієї програми, збільшення попиту на власні облігації з боку ФРС викликало зростання їх вартості, на чому заробляли банки. Крім того, при продажу цих боргових паперів, банки отримували вільні грошові кошти, після чого планувалося, що вони будуть спрямо-

вані направляли на кредитування споживчого та корпоративного секторів.

Ефект за наміченим планом був лише на ринку праці, який демонстрував зростання, економіка США зростала на 2-2.5 % в рік, зростання обсягів кредитування реального сектору економіки не відбулося, а, відповідно, відновлення рівня ВВП після рецесії виявилось більш тривалим, ніж передбачалося.

Інтерес до кредитування з боку банків вичерпався: з огляду на сформовану економічну ситуацію в країні, багато банків оцінювали прибуток від повернення кредитів у майбутньому занадто низьким, віддаючи перевагу безризиковому застосуванню коштів, отриманих від ФРС в результаті продажу цінних паперів, наприклад, розміщенню їх у формі депозитів на рахунках ФРС. До того ж, замість кредитування, комерційні банки я інвестували отримані кошти у ринок акцій, що і стало причиною активізації інве-

стиційних процесів на фондовому ринку США. Підтвердженням цього є динаміка S&P500, адже саме під час програми КП III спостерігаємо зростання даного індексу (рис.1). У цілому, з кінця 2008 р. по жовтень 2014 р. на реалізацію програми було використано 3,6 трлн. дол. США. Ця сума перевищила зростання номінального ВВП (2,5 трлн. дол. США) за час дії КП. Крім того, така політика стала причиною зростання індексів всіх фондових ринків світу, що буде розглянуто пізніше.

Проаналізуємо для всього досліджуваного нами періоду (з початку 2000 р. по березень 2019 р.) реакцію ставок по казначейських цінних паперах окремих країн, що розвиваються, а також, ключового ринку Єврозони – облігацій Німеччини – у відповідь на зміну ставок по аналогічним цінним паперам у США (Treasury Bills), адже рівень кореляції між ними досить високий, щоб його ігнорувати (рис. 2).

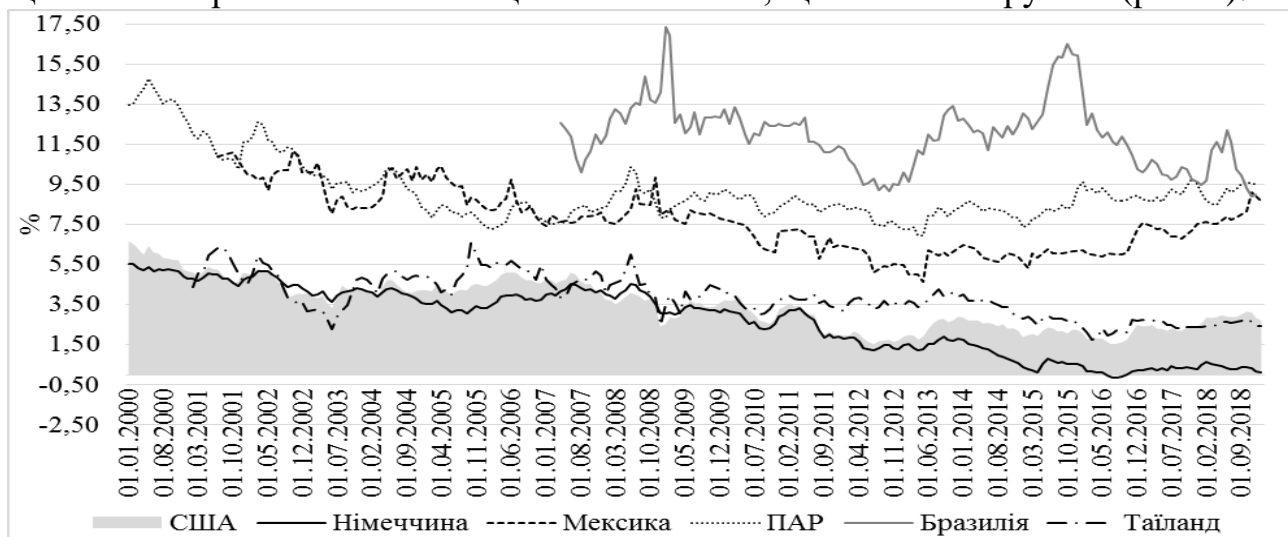


Рис. 2. Динаміка прибутковості 10-річних казначейських облігацій США, Німеччини та окремих країнах, що розвиваються, 2000-2019 рр.

Джерело: складено авторами за даними джерела [8] (дані по Бразилії доступні з 01.05.2007)

Порівнюючи рис. 1 і рис. 2, бачимо, що ставки по казначейських цінних паперах в США змінюються практично синхронно зі ставкою по федеральних фондах, тим самим відображаючи зміни в грошово-кредитній політиці країни. Цей зв'язок підтверджується на основі побудови кореляційно-регресійної моделі за місячними даними ФРС (2000-2019 рр.) [8], яка характеризуватиме залежність зміни прибутковості Treasury Bills – \hat{y} від зміни ставки ФРС – x_1 . У результаті побудови отримано наступну модель: $\hat{y} = 2.6 + 0.5x_1$ ($R^2 = 0.85$).

У даному випадку коефіцієнт лінійної кореляції складає 0,85 і вказує на сильний прямий зв'язок прибутковості довгострокових казначейських облігацій США із ставкою ФРС. Отже, зі зменшенням ставки на 1%, прибутковість 10-річних облігацій США зменшиться на 0.5%.

Відповідно до теорії сегментації ринку («preferred habitat theory») підвищення попиту з боку ФРС на довгострокові казначейські облігації в рамках КП повинно призводити до зростання їх цін і до падіння доходностей по ним (ціни на облігації і доходності за ними знаходяться в оберненій залежності). Відтак, програми кількісного пом'якшення ФРС, разом із нульовою процентною ставкою, стали причиною зниження прибутковості даного інструменту. На початок кризи 2008 року, прибутковість казначейських облігацій США становила близько 4%. У 2007 р. вона була ще вище – 5%. Але, якщо повернутися до подій, коли ФРС дотримувалася вкрай м'якої грошово-

кредитної політики, то їх прибутковість опускалася до 1.5-2%.

Фактично, дії ФРС сприяли відновленню інтересу інвесторів до ризику. Пов'язуючи з екстремними заходами ФРС певні надії на відновлення економіки, інвестори збільшували свої інвестиції саме в акції, як більш ризикований і більш прибутковий клас активів. Паралельно відбувалося скорочення інвестицій в найбільш надійні інструменти, такі як казначейські облігації, які користуються попитом в періоди максимальної невизначеності на ринках та відсутності перспектив зростання. Така логіка поведінки інвесторів служить ще одним з можливих пояснень динаміки вартості умовно безризикових (казначейські облігації) і ризикових активів (акцій). Це доводить гіпотезу про те, що монетарна політика ФРС впливає не тільки на фондовий ринок США, а й на ринок боргових цінних паперів. Крім того, під її впливом був не тільки американський ринок, а й ринок інших країн.

На окремих етапах процентні ставки ряду країн дійсно демонструють залежність від циклів грошово-кредитної політики США. Так, наприклад, ставка по казначейських цінних паперах Таїланду з 2001 до початку 2007 р. практично повторює динаміку ставки в США. До початку глобальної економічної та фінансової кризи процентні ставки в Мексиці загалом слідували циклу грошово-кредитної політики США. Значні розбіжності стали спостерігатися на початку кризи, коли країни, що розвиваються підвищили процентні ставки на тлі зниження процентних ставок в США. Порівняти ставки в період дії політики КП в США скла-

дніше, але вже після оголошення про початок її скасування підвищилися процентні ставки в Бразилії і з деяким лагом – в ПАР.

Аналіз динаміки відсоткових ставок США та Німеччини (рис. 2) дає можливість висунути гіпотезу про високий рівень кореляції між ними. Дана гіпотеза підтверджується за допомогою побудови моделі лінійної регресії: $\hat{y} = -1.56 + 1.23x_1$, де \hat{y} – прибутковість облігацій Німеччини, а x_1 – США, доходність яких, в свою чергу, залежить від ставки ФРС ($R^2 = 0.8$).

Отже, можемо зробити висновок, що рівень кореляції 10-річних облігацій США і Німеччини також вкрай високий (0.8) і зі зміною прибутковості 10-річних облігацій США на 1%, доходність таких самих облігацій Німеччини зміниться на 1.23%. Причиною такого високого рівня кореляції є поглиблення глобалізації та інтеграції світової фінансової системи. Ключові інституційні інвестори ведуть свою діяльність на ринках усього світу, що і

ліквідувало кордони між фінансовими інструментами різних країн. Тому, зміни в грошово-кредитній політиці ФРС викликають реакцію по всьому світу. Але, причиною такої динаміки облігацій Німеччини є і політика Європейського Центрального Банку (ЄЦБ). Протягом 2016 року, прибутковість боргових паперів досягала негативного рівня (-0.15%), що було спричинено від'ємною ставкою ЄЦБ. Для того щоб з'ясувати реакцію відсоткових ставок інших ЦБ світу на монетарну політику ФРС, знову ж таки потрібно згадати події, які розгорталися в 2007-2008 рр. Першою на шлях зниження процентної ставки стала ФРС. Варто звернути увагу, що спочатку, такі регулятори, як ЄЦБ і Банк Англії навпаки підвищили на незначний рівень свої процентні ставки, але, потім, в кінці 2008 р. після подій 15 жовтня, різко почали знижувати свої процентні ставки і проводити схожі з політикою КП програми (рис. 3).

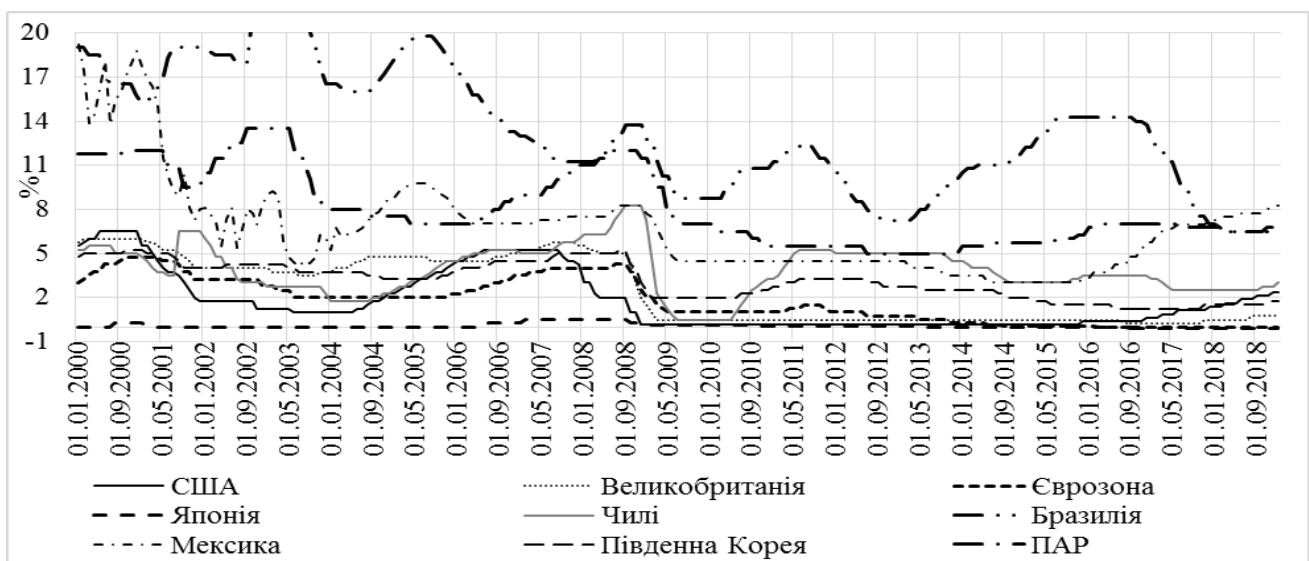


Рис. 3. Відсоткові ставки ЦБ країн вибірки за 2000-2019 рр.

Джерело: складено автором за даними джерела [11]

Причина зовсім не в тому, що грошово-кредитна політика ФРС – це ключовий орієнтир для інших банківських регуляторів. Так, його роль і важливість заперечувати не розумно, але, перші негативні події спостерігалися в економіці США, і тому першою реагувала ФРС, а далі, зниження біржового індексу S&P500 та обвал іпотечного ринку США через канал транскордонного руху капіталу стали причиною фінансового колапсу вже на інших ринках світу, і тим самим, фундаментальним фактором пом'якшення грошово-кредитної політики ЄЦБ, Банку Англії і Банку Японії.

Після 2015 року ФРС почала піднімати процентну ставку. Слідом за підвищенням процентної ставки ФРС свої процентні ставки збільшили ряд країн, що розвиваються, перш за все центральні банки латиноамериканських країн. Якщо вони знижують у відповідь свої процентні ставки, це призводить до того, що попит на їх національні валюти падає. Проте на практиці ми вже спостерігаємо зниження ставок в Чилі і Бразилії в 2019 р., причому Бразилія знизила її до 7%.

Особливий інтерес представляє вплив грошово-кредитної політики США на економіки країн, що розвиваються, роль яких в світовій економіці протягом останніх двох десятиліть досить стабільно підвищується. А на окрему увагу в цьому контексті заслуговує саме політика КП, оскільки вона мала важливі зовнішні ефекти для світової економіки загалом.

Ліквідність, що емітовано під час першої фази нетрадиційної монетарної політики переважно спожито на розвинутих ринках, на яких у цей період

були досить високими дохідність активів і попит на капітал. Проте, через недовіру трансмісійного механізму і, як наслідок, обмежену активізацію реального сектору економіки та падіння дохідності активів на ринках розвинутих країн, друга фаза цієї політики відзначилась міграцією великих обсягів капіталу на ринки країн, що розвиваються, де дохідність за активами потенційно є вищою [9, с. 81].

Під впливом надлишку ліквідності, зростання апетиту інвесторів до ризику і обмежених можливостей високоприбуткових вкладень усередині США, а також через різницю, яка виникла в процентних ставках між розвиненими країнами і країнами, що розвиваються (багато з яких зберігали відсоткові ставки на відносно високому рівні для підтримки валютного курсу), почався перетік капіталу з першої групи країн в другу. Під час проведення політики КП спостерігався надмірний приплив головним чином короткострокового капіталу в країни, що розвиваються, який створював загрозу «надування бульбашок» на їх фінансових ринках. Аналіз індексу MSCI (це фондовий індекс ринкової капіталізації акцій компаній, метою якого є вимірювання продуктивності ринків цінних паперів розвинутих країн та країн, що розвиваються) підтверджує це (рис. 4).

Динаміка індексу MSCI країн, що розвиваються (MSCI EM), відображаючи стан фондових ринків країн, що розвиваються, сильно корелює з індексом S&P500. Позитивна динаміка індексу змінювалася його падінням через відсутність додаткової ліквідності в перервах між стимулюючими за-

ходами ФРС. Так само, як і американський фондовий ринок, ринки країн, що розвиваються, надзвичайно позитивно реагували на дії ФРС. Під час першого кількісного пом'якшення індекс MSCI для країн, що розвиваються, зріс на 80%, під час другого пом'якшення зростання було значно меншим – 18.7% (що свідчить про зменшення ефекту новизни від проведення політики КП). У період між

двома пом'якшеннями індекс упав на 4.4%. Наслідки третього пом'якшення ще песимістичніші: якщо розвинуті фондові ринки зростають, то ринки країн, що розвиваються, характеризуються негативними тенденціями. Тобто, можна зробити висновок про зменшення впливу кожного наступного раунду КП на фондовий ринок цих країн.

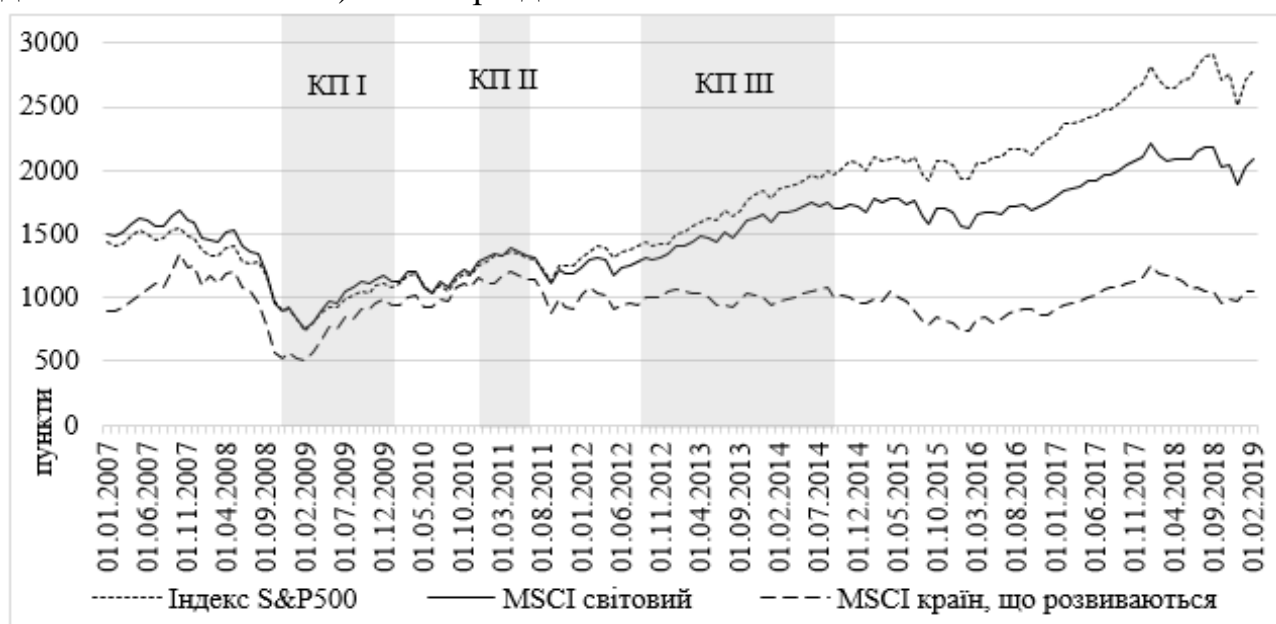


Рис. 4. Вплив політики кількісного пом'якшення на фондові ринки

Джерело: складено автором за даними джерела [10]

Вплив політики КП спостерігався на всіх фондових ринках та свідчить про те, що їх динаміка залежить не від економічної ситуації, а від дій центральних банків, насамперед ФРС.

Деталізуючи, варто зазначити, що особливо помітним приплив капіталу був у випадку з портфельними інвестиціями, які здійснювалися за посередництва транснаціональних банків (ТНБ), адже одним з напрямів взаємодії національних фінансових систем є здійснення операцій саме через ТНБ. Транснаціональний банк – це великий універсальний банк, який досяг такого

рівня міжнародної концентрації та централізації капіталу, що завдяки взаємодії з промисловим капіталом (ТНК) передбачає його реальну участь в економічному розподілі світового ринку позикових капіталів та кредитно-фінансових послуг. Здійснюючи консультативне, фінансове та інформаційне обслуговування ТНК усіх секторів економіки у країнах базування та за кордоном, ТНБ сприяли перенесенню транскордонного впливу політики ФРС на міжнародні фінансові ринки.

Роль ТНБ у міжнародних потоках капіталу підсилюється через кредитування держав, участь у фінансуванні діяльності міжнародних кредитно-фінансових організацій, обслуговування ринку євровалют і ринку цінних паперів, фінансування іпотеки, розрахункове обслуговування населення тощо.

Так, чистий приплив портфельних інвестицій в країни, що розвиваються, в 2010 р. становив 184,5 млрд. дол. США, перевищивши показник докризового 2007 р. (98,3 млрд. дол. США); ще більших значень він досяг в 2012 р. (230 млрд. дол. США) [12]. При цьому у структурі портфельних інвестицій основна частина припливу припадала на операції з борговими цінними па-

перами. Приплив капіталу викликав зростання вартості активів у країнах, що розвиваються, і скорочення процентних ставок [6, с. 112].

У результаті даного руху капіталу на валютних ринках країн, що розвиваються виник тиск на національні валюти у бік укріплення, що створило загрозу для зовнішньої конкурентоспроможності їх продукції (рис. 5). Оскільки зовнішня торгівля цих країн чутлива до змін їх валютних курсів, подібна тенденція створила загрозу погіршення сальдо поточного рахунку платіжного балансу і кризи державних фінансів. Стали навіть звучати звинувачення США в розв'язуванні «валютних війн» (за аналогією з ситуацією 1930-х рр.)

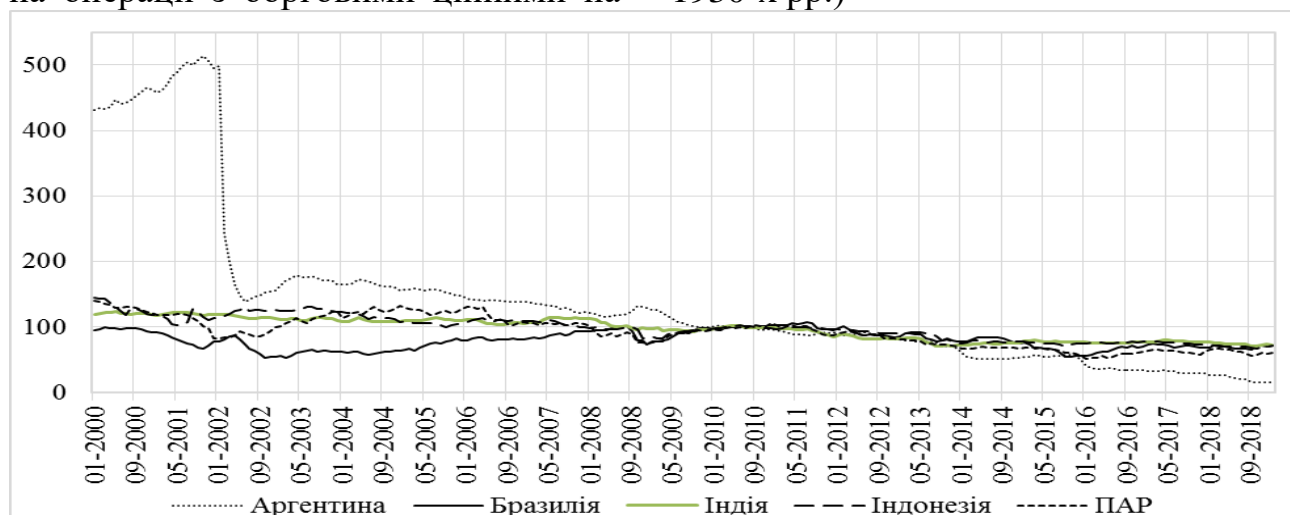


Рис. 5. Номінальний ефективний курсу валютний курс (НЕОК) країн, що розвиваються, 2000-2019 рр. (грудень 2010 р. = 100)

Джерело: складено автором за даними джерела [10]

Серед розглянутих країн з найбільшим зростанням НЕОК в другій половині 2009-2010 рр. зіткнулися Бразилія, ПАР і Індонезія. Однак це зростання носило тимчасовий характер і до кінця 2010 р. припинилося практично у всіх країнах (за винятком Бразилії).

Наступним важливим шоком з боку грошово-кредитної політики США для країн, що розвиваються, стали заяви про скасування третьої програми КП, які прозвучали вперше в травні 2013 р. Вони привели до відтоку спекулятивного капіталу, що надійшов на попередньому етапі в економіки цих країн.

В період з 22 травня 2013 р. по кінець червня 2013 р. різко зросла волатильність на ринках цінних паперів країн, що розвиваються, яка вимірюється як 30-денні стандартні відхилення цін на акції та облігації (MSCI-EM і EMBI відповідно) [2, с. 7].

Наступні фактичні заходи щодо згортання програми посилили початковий ефект. У результаті з травня 2013 по січень 2014 року (період найбільшого тиску на валютних ринках країн, що розвиваються) НЕОК аргентинського песо впав на 21.4%, індонезійської рупії – на 18.1%, південноафриканського ранда – на 14.6%, бразильського реала – на 12%, індійської рупії – на 11.6% [10].

Як відзначають С. І. Брус та Є.О. Бублик [9, с. 81], здійснюючи позитивний вплив на стимулювання експортної діяльності країн реципієнтів, зростання їх фондового та кредитного ринків, зміцнення національної валюти, міжнародний рух капіталів і, як наслідок, на динаміку цін на активи за межами США грошово-кредитна політика цієї країни також створює й істотні загрози підвищеної волатильності їх фінансових систем. До факторів, які формують такі загрози країнам, що розвиваються, відносяться:

1. Транскордонна міграція капіталу, яка виникає через проциклічний характер політики КП для таких країн;

2. Існуючі інструменти монетарної політики таких країн не здатні ефективно впливати на міграцію потоків капіталу;

3. Збільшення попиту на активи на ринках країн, що розвиваються, залежить від тривалості реалізації політики і перспектив її завершення (така

залежність містить загрозу для фінансового суверенітету країн, що розвиваються).

Виникає питання про те, які заходи економічної політики можуть знизити витрати від зростання волатильності, викликаного грошово-кредитною політикою США. З'являється фундаментальна проблема, яка піднімалася, наприклад, в роботі Х. Рей [13]. Якщо вплив грошово-кредитної політики США на малі відкриті економіки досить значний, то класична трилема грошово-кредитної політики фактично перетворюється на дилему. Тобто в умовах вільного транскордонного руху капіталу незалежна грошово-кредитна політика фактично проводитися не може, і єдиним виходом стає введення обмежень на транскордонний рух капіталу (безпосередньо або через заходи макропруденційної політики).

Справа в тому, що можливості для стримування припливу капіталу і зміцнення національних валют країн, що розвиваються, під час проведення політики КП в США були вельми обмежені. Підвищення процентних ставок призвело б до ще більшого припливу капіталу і тиску на національні валюти, зниження – до «перегріву» економіки і подальшого наростання «фінансових бульбашок». Отже, одним з небагатьох інструментів, що залишалися в розпорядженні влади були валютні інтервенції і валютні обмеження на транскордонний рух капіталів.

На наш погляд, показовим є те, що саме в період припливу капіталу в країни, що розвиваються, пов'язаного з проведенням нетрадиційної грошово-кредитної політики в США, відбува-

ється теоретична «реабілітація» використання валютних обмежень по транскордонним операціям з капіталом [14].

Ще одним способом вирішення проблеми могло б стати міжнародне обговорення проблеми координації економічної політики, врахування ФРС при прийнятті рішень щодо грошово-кредитної політики зовнішніх ефектів, що виникають від них.

Також слід зазначити такий напрямок впливу грошово-кредитної політики США на глобальну економіку – вплив на світові ціни енергоносіїв. Справа в тому, що ціни на будь-яку сировину в світовій системі товарно-сировинного ринку вимірюється в американській валюті, відповідно, ціни на нафту – це співвідношення нафти/долара. Саме у зв'язку з подіями, спричиненими діями ФРС, курс американської валюти почав демонструвати різке зміцнення. З цієї причини, товарно-сировинний ринок, включаючи ціни на нафту, мідь, вугілля, пшеницю та інші товари, почав своє різке зниження, що стало причиною величезного дефіциту багатьох країн з економікою, що розвивається. Однак, це вже предмет подальших досліджень.

Висновки. Отже, грошово-кредитна політика ФРС впливає не тільки на міжнародний фінансовий ринок, а й на реальний сектор економіки всіх країн світу. Динаміка більшості фондових ринків світу тісно корелює з динамікою фондового ринку США. Реакція на дії ФРС спостерігається, як на ринку цінних паперів США, так і на між-

народному товарно-сировинному і кредитному ринку. Знизити рівень впливу ФРС неможливо, що впливає на розвиток економіки країн, що розвиваються, особливо з ключовим для бюджету сировинним сектором.

Проте слід визнати, що вжиті ФРС США у 2007-2013 рр. монетарні заходи дозволили оперативного пом'якшити наслідки фінансової кризи, амортизувати падіння ділової активності, запобігти кризі банківських систем, компенсуючи ключовим установам загрозу втрати ліквідності, уникнути обвалу цін на активи, забезпечити кредитне фінансування економічної діяльності, тобто зберегти передумови для економічного зростання. Усе це досягнуто саме завдяки програмам, реалізованим у рамках нетрадиційної монетарної політики, що наповнило ринки дешевою ліквідністю, вилившись в тривале й упевнене зростання фондового ринку.

Грошово-кредитна політика США протягом досліджуваного часового інтервалу позначалася на країнах, що розвиваються, причому сильнішим цей вплив було в період здійснення політики кількісного пом'якшення (2008-2014 рр.). Вплив здійснювався головним чином через ціни фінансових активів (насамперед – облігацій, а також акцій) за допомогою руху міжнародних потоків капіталу. З макроекономічних показників найбільший вплив змін в грошово-кредитної політики США відчували валютні курси і відсоткові ставки.

Список використаної літератури

1. Вожжов А.П., Гринько Е.Л., Черемисова Д.В. Трансформация денежного обращения и изменение парадигмы стимулирования экономического роста: исторический аспект и требования современности. *Бизнес Информ.* 2013. № 12. С. 8–16.
2. Chen J., Mancini-Griffoli T., Sahay R. Spillovers from United States Monetary Policy on Emerging Markets: Different This Time? *IMF Working Paper WP/14/240*. 2014. 30 p.
3. Saceres C., Carriere-Swallow Y., Demir I., Gruss B. (2016) U.S. Monetary Policy Normalization and Global Interest Rate. *IMF Working Paper WP/16/195*. 2016. 46 p.
4. Bhattarai S., Chatterjee A., Park W.Y. US Monetary Policy Spillovers. URL: <https://www.aof.org.hk/research/HKIMRuploads/publication/471/wp201717.pdf> (дата звернення: 21.04.2019)
5. Avdjiev S., Gambacorta L., Goldberg L. S., Schiaffi S. U.S. Monetary Policy as a Changing Driver of Global Liquidity. URL: <http://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2017/10/us-monetarypolicy-as-a-changing-driver-of-global-liquidity.html> (дата звернення: 21.04.2019)
6. Borrallo F., Hernando I., Valles J. The Effects of US Unconventional Monetary Policies in Latin America. *International Spillovers of Monetary Policy / eds. Garcia A.E., Bolaños A.O.* Center for Latin American Monetary Studies. 2017. P. 11-154.
7. Monetary Policy report. URL: https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20130717_mprfullreport.pdf. (дата звернення: 11.05.2019)
8. FRED Economic Data. URL: <https://fred.stlouisfed.org/>. (дата звернення: 11.05.2019)
9. Брус С. І., Бублик Є. О. Політика кількісного пом'якшення у США та ЄС: особливості, ризики, перспективи. *Економіка України*, 2016. № 2 (651). С. 76-95.
10. Bank for International Settlements. URL: <https://www.bis.org/statistics/index.htm>
11. MSCI. URL: <http://www.msci.com>. (дата звернення: 11.05.2019)

12. World Economic Outlook Database as of October 2013. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/02/weodata/index.aspx>. (дата звернення: 11.05.2019).
13. Rey H. Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence. *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium*. 2013. P. 285–333.
14. The Multilateral Aspects of Policies Affecting Capital Flows. URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/102111.pdf>. (дата звернення: 11.05.2019)
15. Bussolo M. & Luis F. Lopez-Calva. Shared prosperity: paving the way in Europe and Central Asia. URL: <http://documents.vsemirnyjbank.org/curated/ru/2014/04/19426931/shared-prosperity-paving-way-europe-central-asia>. (дата звернення: 11.05.2019).