

УДК 336.763

**ШКОДИНА Ірина**, к. е. н., доцент Харківського інституту банківської справи Університету банківської справи Національного банку України

## **РОЗВИТОК СВІТОВОГО ФОНДОВОГО РИНКУ В УМОВАХ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ**

*Проаналізовано розвиток світового фондового ринку в умовах фінансової нестабільності. Проведено дослідження причини посилення його волатильності та переважно негативні тренди як на розвинених ринках, так і на ринках, що розвиваються.*

*Ключові слова:* фондовий ринок, волатильність, капіталізація, високо-частотна торгівля.

*Шкодина И. Развитие мирового фондового рынка в условиях финансовой нестабильности. Проанализировано развитие мирового фондового рынка в условиях финансовой нестабильности. Проведено исследование причины его волатильности и преимущественно негативных трендов как в развитых, так и развивающихся рынках.*

*Ключевые слова:* фондовый рынок, волатильность, капитализация, высокочастотная торговля.

**Постановка проблеми.** Сучасний стан розвитку світового фондового ринку характеризується посиленням нестабільності в умовах системної невизначеності глобального розвитку. Не дивлячись на те що фондовий ринок та реальний сектор економіки є відносно автономними системами, між ними існують певні взаємозв'язки, особливо сильний вплив фондового ринку на реальний сектор спостерігається у кризових ситуаціях. На нестійкість та непрогнозованість ситуації в умовах фінансової нестабільності звертають увагу К. Боріо та М. Дрехменн, які стверджують, що фінансова нестабільність – це низка умов, достатніх для прояву фінансової дестабілізації / фінансових криз у відповідь на незначні за величиною шоки, що відбуваються в реальному секторі економіки або у фінансовій системі, а фінансова система через низку власних механізмів може підсилити шоки до рівня фінансової дестабілізації чи кризи [1, с. 4]. Отже, в умовах посилення нестабільності на світових ринках актуалізується питання розвитку світового фондового ринку як можливого каналу розповсюдження нової хвилі кризи.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Ураховуючи важливість фондового ринку для економічного розвитку, завжди приділялася увага питанням його функціонування. Серед наукових праць, в яких досліджуються проблеми кризового розвитку фондового ринку, необхідно виділити праці таких вчених, як Дж. Стігліц [2], Я. Міркін [3], С. Науменкова [4] та ін. Кризові періоди, як правило, активізують наукову думку в цій сфері.

**Мета дослідження** – визначити основні тенденції розвитку світового фондового ринку в умовах фінансової нестабільності посткризового розвитку.

**Результати дослідження.** Уповільнення темпів зростання світової економіки в посткризовий період (темпи зростання світового ВВП у 2010 р. становили 5.2 %, у 2011-му – 3.8 %, у 2012 р. прогнозувалося на рівні 3.3 %) [5] посилює невизначеність щодо майбутнього функціонування глобального середовища. Негативним фактором розвитку є диспропорційність рівня зростання між розвиненими країнами (прогноз зростання на 2012 р. – 1.2 %) та країнами, що розвиваються (прогноз зростання 5.4 %), що може поглиблювати кризові явища в бюджетному та фінансовому секторах цих країн. Не зважаючи на макроекономічні труднощі, головною причиною, яка посилює невизначеність, є те, що причини, що викликали кризу, не усунені. Головні заходи з подолання кризи здійснювалися в межах старої "спекулятивної" фінансової системи, що тільки маскує та поглиблює диспропорції, які призвели до кризових наслідків [6].

Фінансове накачування економік не має антикризового впливу, оскільки не створює умов для усунення суттєвих причин глобальної кризи. Отже, не відбуваються не тільки зміни, а й навіть серйозна реконструкція глобальної моделі економіки. Хоча безпосередньо після самої гострої фази кризи глобальні диспропорції зменшилися, тепер вони знову стали наростати (особливо в фінансовому секторі). Фінансова криза викликала різке зростання рівнів державного боргу в глобальних масштабах. Проте якщо в попередні десятиріччя боргові проблеми були притаманні країнам, що розвиваються, то сьогодні основні боргові ризики формуються й походять з розвинутих країн. Починаючи з 2007 р., на частку країн з розвинутою економікою припадає основна частина зростання світового чистого державного боргу як в абсолютному вираженні, так і по відношенню до ВВП. МВФ наводить такі дані:

- сукупний борг країн з розвинутою економікою зростатиме з 30 трлн дол. США у 2011 р. до 41 трлн дол. США у 2016 р. Відповідна оцінка для країн з ринком, що формується, становить 7 трлн дол. США у 2016 р., тобто цей показник зросте на 2 трлн дол. США порівняно з 2011 р.;
- відношення сукупного боргу до сукупного ВВП для країн з розвинутою економікою зростатиме з 70 % у 2011 р. до 80 % у

2016 р. Для країн з ринком, що формується, показник становить 21 % у 2011 р., після чого він поступово знижуватиметься;

- у 2007 р. на частку країн з ринком, що формується, приходилося 25 % світового ВВП і 17 % світового боргу. Очікується, що до 2016 р. на них припадатиме 38 % світового обсягу виробництва і всього 14 % світового боргу [7].

Не зважаючи на те що в розвинутих країнах середній рівень державного боргу перевищив 100 % ВВП, у США і Японії відсутній ефективний план фіскальної консолідації. Збереження в цих країнах низьких процентних ставок і реалізація програм скупки держоблігацій можуть призвести до збільшення потоків волатильного короткострокового капіталу на ринки, що формуються. Крім того, за даними низки досліджень, така м'яка монетарна політика викликає зростання спекулятивної активності та волатильності на сировинних ринках. Збільшуються також і боргові проблеми корпоративного сектора – за даними Standard&Poor's, корпоративні запозичення у США зі спекулятивним рейтингом у 2010 р. становили 11 %, на 2012 цей показник прогнозується на рівні 27 %, а ще через рік має наблизитися до 50 %.

Макроекономічні проблеми не могли не відбитися на розвитку світового фондового ринку, який характеризується посиленою волатильністю та переважно негативними трендами. Внаслідок зниження економічної активності в США, боргових проблем європейських країн, природних та техногенних катастроф у Японії, в 2011 р. глобальна ринкова капіталізація фондових ринків зменшилася на 13.6 % та становила 47 трлн дол. США (табл. 1).

Таблиця 1

**Капіталізація регіонального та світового фондового ринку,  
трлн дол. США \***

Регіони	2010	2010/2009 динаміка, %	2011	2011/2010 динаміка, %
Американський	22173	17.1	19789	-10.8
Тихоокеанський, азійський	17435	20.2	14670	-15.9
Європа, Африка, Близький Схід	15254	7.1	12942	-15.2
Світовий	54862	15.1	47401	-13.6

Примітка. \* Складено за даними Міжнародної федерації бірж [8].

Боргові проблеми Європи призвели до того, що практично на всіх європейських біржах відбулося падіння індексів та ринкової капіталізації. Найбільше падіння зафіксовано на кіпрській (-58 %) та грецькій (-50 %) біржах. Якщо 2010 р. основне зростання спостерігалось на біржах Центральної та Східної Європи, то в 2011 р. ці біржі теж показали від'ємні результати – варшавська (-28 %; у 2010 р. +26 %), українська

(ПФТС -45 %; у 2010 р. +70 %) [8; 9], що підтверджує високий ступінь ризикованості та спекулятивної спрямованості цих ринків.

Попри те, що найбільш капіталізованими залишаються біржі США та Європи, на світовому фондовому ринку чітко спостерігається тенденція до збільшення фінансової ролі східних країн (див. *табл. 1*). Якщо на початку XXI ст. ринки цінних паперів східних країн мали лише 15 % капіталізації світового ринку, то вже через 10 років їхня частка подвоїлася. Водночас основні ризики, з якими зіштовхуються країни, що розвиваються, пов'язані здебільшого з властивістю потоків капіталу збільшувати проблеми внутрішньої політики. Припливи капіталу можуть стимулювати бум внутрішніх кредитів і зростання ціни на активи, що згодом змінюються швидким спадом. Саме це й спостерігаємо не тільки в східних, а й в усіх країнах, що розвиваються, – якщо в 2010 р. азійський фондовий ринок відновлювався найбільшими темпами (зріс на 20 %), то вже в 2011 р. фондові майданчики східних країн втратили майже 16 % своєї капіталізації, зокрема, як видно з *табл. 2*, капіталізація Шанхайської біржі зменшилася на 13.2 %, Гонконгської – на 16.7 %.

Таблиця 2

**Найбільш капіталізовані біржі світу, трлн дол. США\***

Біржа	2010	2010/2009 динаміка, %	2011	2011/2010 динаміка, %
NYSE Euronext (US)	13394	13.1	11796	-11.9
NASDAQ OMX	3889	20.1	3845	-1.1
Tokyo Stock Exchange Group	3828	15.8	3325	-13.1
London Stock Exchange Group	3613	4.6	3266	-9.6
NYSE Euronext (Europe)	2930	2.1	2447	-16.5
Shanghai Stock Exchange	2716	0.4	2357	-13.2
Hong Kong Exchanges	2711	17.6	2258	-16.7
TSX Group (S&P)	2170	29.4	1912	-11.9

*Примітка.* \* Складено за даними Міжнародної федерації бірж [8].

Лідерами ж зростання світового фондового ринку в 2011 р. виявилися frontier markets (Філіппінська біржа (+4.1 %; у 2010 р. + 82.2 %), Індонезійська (+3.2 %; у 2010 р. +67.7 %), Малайзійська (+1.1 %; у 2010 р. +41.3 %), що свідчить не тільки про збереження спекулятивного характеру фінансової системи, а й про його зростання. Такий факт не може не вплинути на підвищення нестабільності подальшого розвитку світової економіки.

Отже, фондові ринки країн, що розвиваються, дедалі більше інтегруються у світовий фінансовий простір та стають одним з основних каналів розповсюдження фінансових криз. У багатьох країнах, що

розвиваються, вже зараз спостерігаються ознаки "перегріву" економіки. Зовнішня емісія корпоративних облігацій цих країн найвища за останні три роки. Ці боргові цінні папери всі частіше розглядаються як заміник високоприбуткових корпоративних облігацій США, тому що вони характеризуються схожою ринковою капіталізацією, більш низьким левериджем та вищою нормою прибутку за тих самих кредитних рейтингів, що робить їх привабливішими для широкого кола інвесторів. Це може бути позитивною динамікою, адже компанії, які раніше відчували брак у кредитних ресурсах, наразі одержують доступ до капіталу. Проте у разі збереження такої тенденції занадто великий обсяг капіталу може дуже швидко переміститися в країни з ринком, що формується, а це створить ризик хибного встановлення відсотків за кредити та неочікувану зміну напрямку фінансових потоків, якщо негативні події призведуть до різкого зниження схильності до ризику.

Основними тенденціями фондового ринку останніх років є комерціалізація бірж (її акціонування та генерація прибутковості біржової діяльності) та об'єднання бірж задля отримання конкурентних переваг. Ці процеси розпочалися ще наприкінці ХХ ст. та в посткризовий період розвитку фінансового ринку переживають сплеск активності. Про злиття оголосили Австралійська та Сінгапурська фондові біржі, в стадії переговорів про об'єднання перебувають американська NYSE Euronext та німецька Deutsche Bourse, альтернативні торгові площадки BATS і Chi-X, очікується злиття Лондонської біржі (LSE) і NASDAQ OMX. Проте не варто переоцінювати економічний ефект від таких угод – не завжди можна говорити про наявність синергетичного ефекту (наприклад, індекс світових бірж (Bloomberg World Exchanges Index) на 42 % нижче максимумів 2007 р., тоді як глобальний ринок акцій – лише на 20 %, що свідчить про стагнацію доходів найбільших світових бірж) [10].

Позитивну динаміку доходів демонструє торгівля похідними фінансовими інструментами (ф'ючерсами, опціонами). Не дивлячись на те, що саме ці інструменти стали одною з причин розгортання кризи 2008 р., в 2011 р. число угод з деривативами зросло на 8.9 % до 18.5 трлн дол. [8]. Зараз відношення деривативів до активів американських банків істотно перевищує докризовий рівень. Це стало однією із причин того, що на початку 2012 р. найбільші банки США – Citigroup (третій за величиною активів банк США), SunTrust Banks (восьмий за обсягами депозитів), Ally Financial (лідер кредитування автомобільного ринку), MetLife (найбільший страховик життя) – не пройшли стрес-тест ФРС, метою якого є виявлення слабких місць та запобігання банкрутству [11]. Таким чином, біржі як комерційні організації, які зацікавлені в максимізації прибутковості, своїми діями нарощують масштабну мультиплікацію похідних цінних паперів, що впливає на підвищення спекулятивної направленості ринку та його волатильність.

Водночас важливою причиною зростання нестабільності фондового ринку є розвиток електронної торгівлі, що уможливило нестримне зростання обсягів проведених операцій та спричинило зміну самої структури фінансових ринків. Найбільш небезпечним є розвиток високочастотної торгівлі (HFT – high frequency trading), яка використовує могутні комп'ютерні системи для швидкісної торгівлі, під час якої спекулянти тримають акції лише за мілісекунди. Саме цьому виду торгівлі завдячуємо зростанню фондових бірж в посткризовий період, оскільки вже зараз вона займає від 50 до 70 % торгівлі на ринках США та 35–40 % на європейських ринках. За даними TABB Group, обсяг продажів за допомогою високочастотної (високошвидкісної) торгівлі в 2012 р. становить вже 3.6 млрд дол. США [12].

Такий вид торгівлі підвищує волатильність ринку та створює проблеми з ліквідністю (оскільки насправді фінансові активи, що торгуються на ринку, її можуть не мати). Через те, що багато програм використовують ті самі алгоритми, вони діють однаково. Завдяки позитивному зворотному зв'язку це призводить до того, що невеликі зміни на ринку породжують серії аналогічних подій, кожна з яких підсилює ефект попередньої, і в підсумку сукупний вплив виявиться величезним. Високочастотний трейдинг відіграв не останню роль в обвалі фондових ринків 6 травня 2010 р. (індекс Dow Jones за кілька хвилин зменшився на 998.5 пунктів (8.2 %), внаслідок чого акції багатьох компаній сильно здешевіли – акції фонду iShares Russell 1000 Value Index Fund, капітал якого становив 9.5 млрд дол. США, подешевіли з 59 дол. США до 0.08 дол. США, акції Procter & Gamble за дві хвилини втратили 35 % вартості. Проте вже до кінця торгового дня індекс піднявся на 500 пунктів і закотився на 347 пунктах нижче попереднього дня) та перших числах серпня 2011 р., коли 8 червня після прогнозованого зниження рейтингу США індекс Доу-Джонса впав на 635 пунктів, а вже 9-го він виріс на 500 пунктів за годину, внаслідок чого високочастотні трейдери заробили рекордний показник денного прибутку – 60 млн дол. США. Отже, зараз нагальною потребою є істотний перегляд правил для сектора високочастотної торгівлі.

Посилена волатильність світового фондового ринку збільшує нестабільність економічної системи та викликає необхідність перегляду системи регулювання національних фінансових ринків. Зростаючі частота й інтенсивність фінансових криз та їх міжнародні наслідки вимагають серйозної переоцінки традиційних неоліберальних економічних теорій щодо регулювання світової системи. Політика забезпечення фінансової стабільності має включати набір мікро- та макропруденційних інструментів – як структурних, так і видозмінних, протягом циклу, за підтримки посиленням моніторингом і аналізом потенційних ризиків з погляду системної стійкості. Актуальним стає пошук механізмів згладжування суперечностей між наднаціональним характером інститутів

фінансового ринку таї національним характером діяльності регуляторів. При розробці програм регулювання світового фондового ринку необхідно звертати увагу на два принципових моменти. З одного боку, фінансова інтеграція неможлива без досягнення однотипності національних фінансових систем (наприклад, впровадження міжнародних стандартів), проте їх однотипність у жодному разі не створює умов для оптимальної єдиної інтегрованої фінансової системи. Нагальною проблемою сучасного етапу розвитку світової фінансової системи є створення нової глобальної інституційної системи регулювання, а також системи похідних від її параметрів національних систем регулювання для єдиної світової фінансової системи як для нового об'єкта, а не суми національних фінансових систем, що об'єдналися в процесі глобалізації. При цьому важливо переосмислити функцію державних і наднаціональних регуляторів фінансових ринків, спрямовану на зниження постійно зростаючої інформаційної асиметрії, на розробку погоджених дій регуляторів зі стримування спекулятивних угод і операцій на фінансовому ринку на різних етапах економічного циклу. А для цього потрібен час, який стане періодом нестійкості й коливань.

**Висновки.** Таким чином, аналіз динаміки світового фондового ринку в посткризовий період свідчить, що його розвиток пов'язаний з різким зростанням нестабільності як на розвинених ринках, так і на ринках, що розвиваються. Останнім часом простежується синхронність коливання фондових ринків, посилення взаємозалежності, хвилевий характер кон'юнктури. Враховуючи циклічність розвитку, посилення взаємозалежності (глобалізації) фінансових ринків, початок ХХІ ст. характеризується масштабним зниженням розвитку економік і, як наслідок, фондових ринків. Відносна самостійність фінансової й економічної складових економіки, з одного боку, та їхній тісний взаємозв'язок і взаємодія – з іншого, обумовлюють їхню синхронно-асинхронну динаміку. Економічний цикл певною мірою синхронізується з фінансовим, а іноді такий тісний зв'язок відсутній. Негативний шок з боку фондового ринку може провокувати кризу, якщо песимізм, зумовлений несприятливою динамікою фондового ринку, знайде підтвердження в подальшому розвитку подій в реальному секторі. На сучасному етапі – при постійному зростанні фінансової нестабільності, макроекономічних проблемах розвинених країн (уповільнення зростання ВВП, великий рівень безробіття, інфляція, боргові проблеми тощо) – будь-які незначні чергові шоки на фондовому ринку можуть викликати подальшу кризу в реальному секторі економіки. Особливо проблемними є фондові ринки, що формуються, до числа яких належить і український, який при незначних масштабах став одним із найризикованіших фондових ринків світу останніх років.

У зв'язку з цим все частіше обговорюються можливості виникнення другої-третьої хвиль економічної кризи. Можна досить впевнено

прогнозувати, що наступні десять років характеризуватимуться зростанням невизначеності та дискретно-безупинними кризами, які будуть постійно виникати на різних локальних територіях світового господарства, періодично формуючи глобальну кризу. Протягом цього періоду відбудеться зміна інституційної форми устрою суспільства, а відповідно й суспільних відносин. Отже, головною відзнакою подолання кризи стане інституційна перебудова світової економіки (перш за все реформування світової фінансової інституційної структури). Доки цього не відбудеться, про вихід із кризи говорити зарано.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. *Borio C.* Towards an operational framework for financial stability: "fuzzy" measurement and its consequences / C. Borio, M. Drehmann // Working Papers. — 2009. — № 284. — 50 p. — P. 4.
2. *Стиглиць Дж. Е.* Информация и смена парадигмы в экономической науке: Нобелевская лекция 8 декабря 2001 года // Мировая экономическая мысль. Сквозь призму веков : В 5 т. / Сопред. научно-ред. совета Г. Г. Фетисов, А. Г. Худокормов. — Т. 5 : в 2 кн. — Всемирное признание : Лекции нобелевских лауреатов / отв. ред. Г. Г. Фетисов. — Кн. 2. — М. : Мысль, 2005. — С. 535—629.
3. *Миркин Я. М.* Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски / Я. М. Миркин. — М. : Кнорус, 2011.
4. *Науменкова С.* Проблеми підтримки фінансового сектору в умовах світової кризи // Вісник Національного банку України / С. Науменкова. — 2009. — № 6. — С. 12—18.
5. *Перспективы* развития мировой экономики. Бюллетень МВФи. — Режим доступа : [www.imf.org](http://www.imf.org).
6. *Шкодiна I. B.* Основні диспропорції розвитку світового господарства на сучасному етапі // Фінанси України / I. B. Шкодiна. — 2010. — № 7. — С. 58—64.
7. *Eswar S. Prasad* Role Reversal // Finance & Development, December 2011, Vol. 48, No 4. — Way of access : [www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2011/12/prasad.htm](http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2011/12/prasad.htm).
8. *Міжнародна* федерація бірж. — Режим доступу : [www.world-exchanges.org/files](http://www.world-exchanges.org/files).
9. ПФТС. — Режим доступу : [www.pfts.com](http://www.pfts.com).
10. *Bloomberg* World Exchanges Index. — Way of access : <http://www.bloomberg.com/quote/BNWEXCH:IND>.
11. *Мироненко В.* Стрессотерапия // Инвестгазета / В. Мироненко. — 2012. — № 11.
12. *High Frequency Trading.* — Way of access : <http://www.highfrequencytraders.com>.

Стаття надійшла до редакції 20.06.2012.



**Shkodina I. Development of world stock market in financial instability.**

**Background.** The current state of the global stock market is characterized by increasing instability in the conditions of system uncertainty of global development. Despite the fact that the stock market and the real economy are relatively autonomous systems, there are some relationships among them, especially strong influence of stock market on the real sector is observed in crisis situations.

**The purpose of the research** is to identify the major trends in global stock markets in the conditions of financial instability of post-crisis development.

**Results.** The researched analysis gives a possibility to claim that the uncertainty in the global economy is caused by asymmetry trends between developed and less developed countries. Many developing countries are already showing signs of "overheating" of the economy, which could deepen the crisis in the public and financial sectors in these countries.

**Conclusions.** The research of the stock market has found its disproportionality, synchronicity of fluctuations, interdependence and wave nature of the situation. The increased frequency and intensity of financial crises and their international implications, enhanced global stock market volatility increases the instability of the economic system and require a serious reassessment of the traditional neo-liberal economic theories to regulate the global system. Thus, the main feature of overcoming the crises will be the institutional restructuring of the global economy. Until this happens, it is too early to speak about the crisis overcoming.

*Key words:* stock market, volatility, capitalization, high-frequency trade.

REFERENCES

1. Borio C. Towards an operational framework for financial stability: "fuzzy" measurement and its consequences / C. Borio, M. Drehmann // Working Papers. — 2009. — № 284. — 50 p. — P. 4.
2. Stiglic Dzh. E. Informacija i smena paradigmy v jekonomicheskoj nauke: Nobelevskaja lekcija 8 dekabnja 2001 goda // Mirovaja jekonomicheskaja mysl'. Skvoz' prizmu vekov : V 5 t. / Sopred. nauchno-red. sojeta G. G. Fetisov, A. G. Hudokormov. — T. 5 : v 2 kn. — Vsemirnoe priznanie : Lekcii nobelevskih laureatov / otv. red. G. G. Fetisov. — Kn. 2. — M. : Mysl', 2005. — S. 535—629.
3. Mirkin Ja. M. Finansovoe budushhee Rossii: jekstremumy, bumy, sistemnye riski / Ja. M. Mirkin. — M. : Knorus, 2011.
4. Naumenkova S. Problemy pidtrymky finansovogo sektoru v umovah svitovoi' kryzy // Visnyk Nacional'nogo banku Ukrai'ny / S. Naumenkova. — 2009. — № 6. — С. 12—18.
5. Perspektivy razvitija mirovoj jekonomiki. Bjulleten' MVFi. — Rezhim dostupa : [www.imf.org](http://www.imf.org).
6. Shkodina I. V. Osnovni dysproporcii' rozvytku svitovogo gospodarstva na suchasnomu etapi // Finansy Ukrai'ny / I. V. Shkodina. — 2010. — № 7. — S. 58—64.
7. Eswar S. Prasad Role Reversal // Finance & Development, December 2011, Vol. 48, No 4. — Way of access : [www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2011/12/prasad.htm](http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2011/12/prasad.htm).
8. Mizhnarodna federacija birzh. — Rezhym dostupu : [www.world-exchanges.org/files](http://www.world-exchanges.org/files).
9. PFTS. — Rezhym dostupu : [www.pfts.com](http://www.pfts.com).
10. Bloomberg World Exchanges Index. — Way of access : <http://www.bloomberg.com/quote/BNWEXCH:IND>.
11. Mironenko V. Stressoterapija // Investgazeta / V. Mironenko. — 2012. — № 11.
12. High Frequency Trading. — Way of access : <http://www.highfrequencytraders.com>.