

ВПЛИВ ПРОГРАМИ "КІЛЬКІСНОГО ПОМ'ЯКШЕННЯ" НА РИНКИ, ЩО РОЗВИВАЮТЬСЯ: ДЕЯКІ ВИСНОВКИ ДЛЯ УКРАЇНИ

Політика "кількісного пом'якшення": суть та наслідки для країн, що розвиваються

З метою поживлення економічної активності та зниження безробіття після кризи 2007–2009 рр. ФРС США вдалась до масштабних програм кількісного пом'якшення (КП – quantitative easing (QE)), спрямованих на зниження відсоткових ставок в економіці та створення умов для її відновлення¹. У межах програм КП ФРС масово викупує з ринку фінансові активи (переважно держоблігації) з метою підштовхнути вгору їх ціни та знизити доходність, що має вплинути на рівень відсоткових ставок в економіці та активізувати кредитування².

Схожу тактику застосовують центральні банки ключових розвинених країн світу, коли з метою підвищення ліквідності в економіці та стимулювання кредитування в умовах мінімальних відсоткових ставок та низької економічної динаміки, були вимушені вдаватися до КП та вливати капітал у фінансові інституції. В результаті розвинені економіки (на чолі з США) "влили" у світову економіку трильйони доларів США, що відповідно до теоретичних моделей мало оживити економічні системи³.

Загалом ФРС США після кризи 2007–2009 рр. донині провела три етапи КП, підтримуючи рівень додаткових "вливань" у фінансову систему в обсязі близько 2,5 трлн дол. США. Так, якщо до кризи обсяги казначейських зобов'язань на рахунках ФРС сягали близько 700–800 млрд дол. США, після 2009 р. з урахуванням іпотечних цінних паперів, обсяги викуплених цінних паперів були на рівні 1,7–3,2 трлн дол. США та підтримувались щомісячним викупом активів в обсягах 30–85 млрд дол. США (рис. 1).

КП, крім активізації фінансових ринків розвинених країн, призвело до зростання на ринках країн, що розвиваються (КР – emerging markets).

Низькі відсоткові ставки та відповідно "дешеві гроші" змусили інвесторів шукати більш високі доходності на більш ризикових ринках. Турбулентність фінансової системи ЄС відлякувала інвестиційні потоки на користь зростаючих КР, чому сприяло надмірне поживлення товарних ринків, важливих для більшості таких країн. Частина стабілізаційного пакета країн ЄС також була направлена на ринки КР, а віра у стійкість таких інвестицій підкріплювалася відсутністю дедлайну щодо третього раунду КП⁴ та впевненістю у визначальній ролі КР як рушія сучасної світової економіки. За даними The Economist, з 2009 року на ринки КР "перетекло" близько 4 трлн дол. США. Важливим є те, що на відміну від передкризового періоду до 2007 року, ці кошти були скоріше "виштовхнуті" на інші ринки КЩР наднизькими відсотковими ставками на розвинених ринках, аніж "приваблені" країнами, що розвиваються. В таких умовах вихід з інвестицій навіть незначної частини найбільш обережних інвесторів може спровокувати лавиноподібний продаж активів⁵.

Проте вже в травні 2013 р. голова ФРС Бен Бернанке оголосив про "поступове згортання" програм кількісного пом'якшення, що залежатиме від показників безробіття та інфляції та призведе до коригування планів щодо викупу цінних паперів з ринку. Заява ФРС означала початок закінчення ери штучно низьких відсоткових ставок та вільноперетікаючих "легких" грошей⁶. Це сколихнуло світові ринки, зумовивши масштабний відплив капіталу з КР та падіння курсів національних валют через значні дефіцити поточного рахунку⁷.

¹ Will QE3 benefit the BRICS countries? (<http://briconfocus.blogspot.com/2012/09/will-qe3-benefit-brics-countries.html>)

² US to relax quantitative easing but emerging markets grow tense. (<http://www.theguardian.com/business/2013/aug/25/quantitative-easing-taper-emerging-markets/print>)

³ BRICS to focus on quantitative easing at G20 (<http://g20.thebricspost.com/brics-to-focus-on-quantitative-easing-at-g20/#.Uqcc2Njdx9U>)

⁴ The fed funded the rally in emerging markets (<http://marketrealist.com/2013/09/quantitative-easing-affect-emerging-markets-currencies/>)

⁵ The end of the affair From the print edition: Finance and economics (<http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21579461-prospect-less-quantitative-easing-america-has-rocked-currency-and-bond>)

⁶ Quantitative Easing and Emerging Markets: A Crisis in the Making? (<http://www.geopoliticalmonitor.com/>)

⁷ BRICS to focus on quantitative easing at G20 (<http://g20.thebricspost.com/brics-to-focus-on-quantitative-easing-at-g20/#.Uqcc2Njdx9U>)

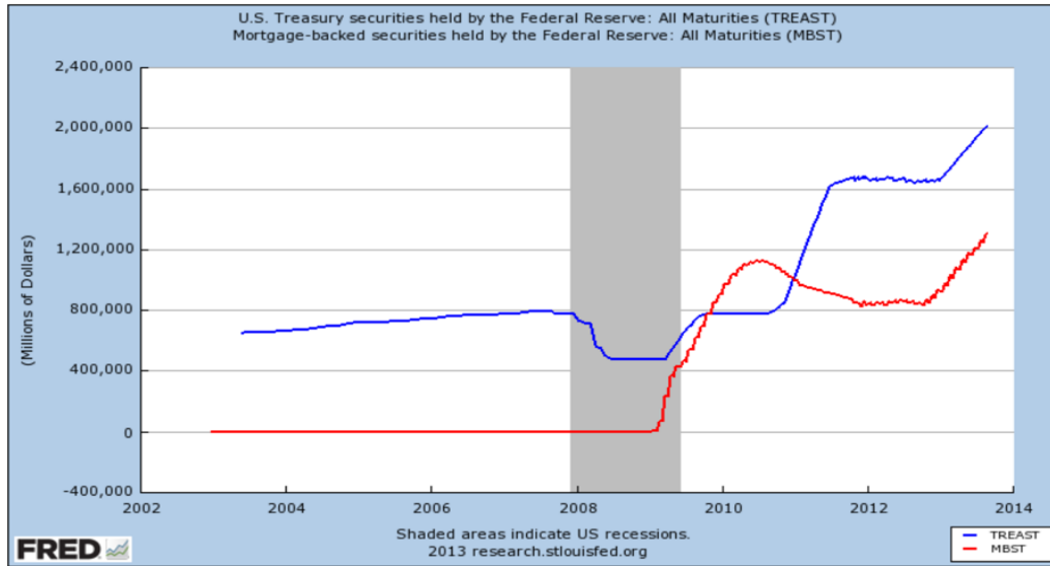


Рис. 1. Державні та іпотечні цінні папери на рахунках ФРС

Джерело: FRED Monetary Data. – Доступно з: <http://research.stlouisfed.org/fred2/categories/123>.

Одними з найбільш постраждалих виявилися “відмінники” серед КР, куди були направлені основні інвестиційні потоки – країни BRICS (Бразилія, Росія, Індія, Китай та Південна Африка⁸) та “крихкої п’ятірки” (за класифікацією Morgan Stanley) – Бразилія, Індія, Індонезія, Туреччина та Південна Африка⁹.

Лише за травень 2013 року 19 з 24 валют КР, які відслідковує Bloomberg, впали до 1 долара США¹⁰, причому південноафриканський ренд впав до чотирирічного мінімуму, а індійська рупія сягнула найнижчого рівня курсу за всю історію існування¹¹. За той самий час доходність 10-річних американських облігацій зросла з 1,6 до 2,2% з тенденцією до подальшого поступового зростання, що “виштовхуватиме” гроші з більш ризикових ринків КР назад до США¹². За даними JP Morgan, лише у період з 23 травня до 9 вересня 2013 року чистий відплив капіталу з ринків інструментів з фіксованою доходністю КР становив 29,6 млрд дол. США¹³.

Уряди КР не зуміли раціонально використати період сприятливого припливу іноземного капіталу, що лише посилює проблеми, які виникають при його розвороті. Потоки іноземного капіталу в КР розігрівали місцеві фондові ринки та знижували вартість державних запозичень, що змушувало місцеві уряди пишатися “власними досягненнями”: політичною стабільністю, посиленням середнього класу та зростанням робочої сили¹⁴.

Також КР отримали зиск від направлення частини інвестиційних потоків на товарні ринки цінних металів та сировини, у видобутку яких задіяні більшість КР. Крім цього, враховуючи спрямованість третього етапу

КР на активізацію будівництва, що традиційно “запускає” суміжні виробничі галузі у КР (металургія, гірничо-видобувна промисловість), можемо стверджувати що КР мало вплинув як на кон’юнктуру складову (підвищення цін на сировинну продукцію), так і на промислові показники КЩР загалом¹⁵.

Багато урядів КР послабили контроль над інфляцією та дефіцитом поточного рахунку, розраховуючи на тривалий у часі та масштабний приплив інвестиційного капіталу. Єдиною незручністю для урядів була необхідність боротися з укріпленням власних національних валют, нарощуючи золотовалютні резерви. Натомість розворот іноземного капіталу для таких країн часто означає гостру необхідність пошуку інших джерел фінансування, девальвації національної валюти та зростання інфляції через підвищення вартості імпорту¹⁶.

Тоді як більшість країн світу переживали суттєве падіння темпів зростання ВВП, країни BRICS з моменту утворення “блоку” відчували значне економічне піднесення. Фактично, протягом досить тривалого часу ці країни були найкращими ринками для інвестування. Певне зниження темпів їхнього зростання у 2010 році розглядалося багатьма експертами як стабілізація, проте плани ФРС щодо скорочення програми КП, підвищена волатильність на валютних ринках КР та втеча іноземного капіталу вочевидь свідчить про зміну рівня їхньої інвестиційної привабливості¹⁷. Західні експерти дедалі впевненіше заявляють про зміну “економічного патерну”, де країни BRICS та інші КР переходять у фазу спаду, а розвинені економіки, понівечені світовою кризою після 2008 року, – починають відновлюватися¹⁸.

Існує також думка, що поточний стан справ у КР (та BRICS, зокрема) був викликаний “здуванням бульбашок” на внутрішніх ринках активів, що утворилися внаслідок політики КП розвинених країн. Повільність процесу “здування бульбашок” пояснюється

⁸ Південну Африку додали до переліку країн BRIC у 2010 році, трансформувалиши акронім на BRICS.

⁹ Quantitative Easing and Emerging Markets: A Crisis in the Making? (<http://www.geopoliticalmonitor.com/quantitative-easing-and-emerging-markets-a-crisis-in-the-making-4885/>).

¹⁰ Studio interview: BRICS to cope with US quantitative easing policy. (<http://english.cntv.cn/program/china24/20130906/101300.shtml>).

¹¹ BRICS to focus on quantitative easing at G20. (<http://g20.thebricspost.com/brics-to-focus-on-quantitative-easing-at-g20/#.Uqcc2NJdX9U>).

¹² The end of the affair From the print edition: Finance and economics. (<http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21579461-prospect-less-quantitative-easing-america-has-rocked-currency-and-bond>).

¹³ Endgame for quantitative easing tests Africa’s emerging markets – From African Energy. (<http://africanarguments.org/2013/09/24/endgame-for-quantitative-easing-tests-emerging-markets-resilience-from-african-energy/>)

¹⁴ US to relax quantitative easing but emerging markets grow tense.

(<http://www.theguardian.com/business/2013/aug/25/quantitative-easing-taper-emerging-markets/print>).

¹⁵ Will QE3 benefit the BRICS countries? (<http://bricsonfocus.blogspot.com/2012/09/will-qe3-benefit-brics-countries.html>).

¹⁶ Endgame for quantitative easing tests Africa’s emerging markets – From African Energy (<http://africanarguments.org/2013/09/24/endgame-for-quantitative-easing-tests-emerging-markets-resilience-from-african-energy/>).

¹⁷ BRICS to focus on quantitative easing at G20 (<http://g20.thebricspost.com/brics-to-focus-on-quantitative-easing-at-g20/#.Uqcc2NJdX9U>).

¹⁸ Challenging US dollar: BRICS down but not out (<http://rt.com/op-edge/brics-economy-us-dollar-118/>).

надзвичайно низьким рівнем відсоткових ставок, що робить процес незвичним та підживлює спекуляції щодо можливого швидкого відновлення ринків КР. У будь-якому разі експерти очікують, що саме проблеми КР будуть основним джерелом глобальної нестабільності у найближчому майбутньому¹⁹.

Водночас поточна криза на ринках КР має разючу схожість з підвалинами останньої європейської боргової кризи, коли утворення Європейського валютного союзу дозволило південноєвропейським країнам позичати набагато дешевше, аніж до об'єднання. Звісно, позичкові кошти не були ефективно використані для підвищення продуктивності виробництва, а країни почали відчувати активне зростання дефіцитів торгового балансу та бюджету²⁰.

Особливості та роль КР у розподілі міжнародних потоків капіталу

Протягом 2000–2008 рр. у світі відбулись одні з найбільших товарних та кредитних бумів, що створили максимально сприятливі передумови насамперед для Бразилії, Росії, Індії, Китаю та пізніше Південної Африки, що були умовно об'єднані фахівцями у групу BRICS²¹. Саме десятирічний товарний “суперцикл”, протягом якого ціни на метали, енергоносії та продовольчі товари зростали, став однією з ключових причин поточного спаду ряду КР. Великі експортери цих товарів, а саме Росія, Бразилія та Південна Африка, отримували завдяки цьому значне зростання надходжень у вигляді підвищення доходів та накопичення валютних резервів, коли бум був на своєму піку²².

Бум був штучно пролонгований ще на півдесятиліття політикою КР у розвинених економіках, що наповнювали власні фінансові системи дешевим фінансуванням. Протягом цих довгих років уряди BRICS відвикли від практики прийняття непопулярних рішень, що робить їх практично безпорадними перед тяжкими викликами сучасних процесів у світовій фінансовій системі. Наразі усталений

тренд до падіння цін на сировинних ринках та “пастка середнього доходу”²³ суттєво знижують стійкість держаних фінансів Росії та Бразилії. У свою чергу банки Китаю суттєво закредитовані, а Індія страждає від високої інфляції, державного боргу та значних дефіцитів бюджету й рахунку поточних операцій²⁴.

“Зірковість” та динамічність країн BRICS у період буму визначали почуття низької необхідності реформ. У результаті державне управління в цих країнах характеризується як корумповане, а умови ведення бізнесу як несприятливі. Ані в переліку Transparency International серед 177 країн світу за індексом сприйняття корумпованості (Corruption Perceptions Index), ані в рейтингу Світового банку Doing Business за легкістю ведення бізнесу серед 189 країн світу BRICS не є серед лідерів, часто навіть не потрапляючи до першої сотні країн (табл. 1).

Звісно, кожна з країн BRICS має свої індивідуальні особливості, проте враховуючи одночасність падіння їхніх ключових макропоказників у сучасних умовах, нам видається необхідним виділити основні спільні слабкості цих країн, що лежать у сфері впливу національних урядів.

1. Надмірна залежність від кон'юнктури світових товарних ринків

Світова фінансова криза 2007–2009 рр. призвела до падіння глобального попиту на

¹⁹ Why the BRICs bubble is popping slowly and how it may become the story of 2013 (<http://brazilianbubble.com/why-the-brics-bubble-is-popping-slowly-and-how-it-may-become-the-story-of-2013/>).

²⁰ The fed funded the rally in emerging markets (<http://marketrealist.com/2013/09/quantitative-easing-affect-emerging-markets-currencies/>).

²¹ The BRICs party is over (<http://www.voxeu.org/article/brics-party-over>).

²² Challenging US dollar: BRICS down but not out (<http://ft.com/opedge/brics-economy-us-dollar-118/>).

²³ Теорія «пастки середнього доходу» (middle income trap) говорить про те, що країни, як правило, переживають різкий спад зростання, коли валовий внутрішній продукт на душу населення сягає рівня близько 17000 дол. США, який наразі зрівняний з рівнем Росії та Бразилії.

²⁴ The BRICs party is over (<http://www.voxeu.org/article/brics-party-over>).

сировинні товари (не тільки серед розвинених країн, а й у великих імпортерів серед КР, таких як Китай), що знизило ціни на нафту, газ, вугілля, мідь, алюміній, золото тощо, до рівнів значно нижчих за ті, що відзначалися протягом останніх років перед кризою. Експортозалежні країни BRICS не зуміли зазджувати власні економіки від падіння на то

варних ринках, що різко уповільнило темпи зростання їх ВВП. Очевидним уроком з цієї ситуації для всіх КР є необхідність диверсифікації вузькосировинних економік у напрямі більш стійких і поновлюваних факторів довгострокового відродження, що допоможуть уникнути синдромів “сировинного прокляття” та “голландської хвороби”.

Таблиця 1

Рейтингові місця країн BRICS та України

Країна	Corruption Perceptions Index 2013 (177 країн)	Doing Business 2014 (189 країн)
Бразилія	72	116
Росія	127	92
Індія	94	134
Китай	80	96
Південна Африка	72	41
Україна	144	112

Джерела: Corruption Perceptions Index 2013 (<http://cpi.transparency.org/cpi2013/results/>); Doing Business 2014 – Ease of Doing Business Rank (<http://www.doingbusiness.org/rankings>).

2. Надмірна залежність від припливу зовнішнього капіталу

Падіння турецької ліри, індонезійської та індійської рупії, бразильського реала були безпосереднім наслідком розвороту іноземних інвесторів у напрямі зростаючих відсоткових ставок у США у світлі очікуваного “скорочення” програм кількісного пом’якшення американського уряду та підкреслило необачність сліпого покладання на приплив “гарячих грошей” та іноземних інституційних інвестицій для сталого розвитку. Попри гучну критику американської політики дешевих грошей бразильським міністром фінансів Гвідо Мантега (який вбачав у ній форму “валютної війни” проти КР), країни BRICS, включаючи Бразилію, сподівалися на максимально тривалий період знаходження відсоткових ставок близько нуля. В результаті вплив капіталу для лідируючих КР став достатньо несподіваним, адже вони помилково припускали, що інвестори не мають іншого вибору, окрім як залишатися в інвестиціях ринків, що розвиваються²⁵.

Єдиним винятком із загального правила слабкостей КР та BRICS є Китай, що має значні обмеження на управління капіталом інвесторів-одноденок. Варто зазначити, що принципівості позиції Китаю щодо захисту від спекулятивних потоків гарячого капіталу підтримується значним позитивним сальдо торгового балансу та рекордними валютними резервами, що загалом є невласивим для КР.

Також серед переліків слабкостей КР є теза про надмірне домінування держави, високу корумпованість та неспроможність проведення фундаментальних структурних реформ, які можуть вивільнити економічний потенціал країн. Проте позитивний приклад Китаю у контролі за рухом капіталу та більш ранній прецедент щодо контролю за рухом капіталу в Малайзії в період Азійської фінансової кризи 1997 р. демонструють, що сильний уряд, який обмежує впливи зовнішніх потоків капіталу на національну фінансово-економічну систему, є досить важливим надбанням країн BRICS²⁶. У результаті як один із можливих інструментів протидії міжнародним цунами лік відності, що з певною періодичністю рухаються в напрямі КР, обговорюється можливість створення країнами BRICS резервного фонду обсягом 100 млрд дол США²⁷.

Україні як одній із КР властиві всі ключові слабкості, зазначені вище. Враховуючи сучасний тренд щодо схильності урядів розвинених країн до монетарного стимулювання економічної динаміки, є всі підстави очікувати підтримування відсоткових ставок на мінімальних рівнях. Це створюватиме передумови для регулярних спалахів активності на ринках КР, що будуть збігатись із черговими хвилями припливу західного дешевого капіталу. Вочевидь КР, які мають значні фіскальні дефіцити та розриви рахунку поточних операцій, акцептуватимуть цей капітал

²⁶ Там само.

²⁷ Studio interview: BRICS to cope with US quantitative easing policy (<http://english.cntv.cn/program/china24/20130906/101300.shtml>).

²⁵ Challenging US dollar: BRICS down but not out (<http://rt.com/op-edge/brics-economy-us-dollar-1118/>).

та пізніше розплачуватимуться за це стабільністю національних валют, стійкістю банківської системи та падінням промислового виробництва.

Враховуючи сталу тенденцію до зниження обсягів золотовалютних резервів, значні дефіцити рахунку поточних операцій та бюджету, Україні потрібно вживати заходів структурної перебудови не лише для вирішення операційних завдань державних фінансів, а й нівелювання ризиків припливу кон'юнктурного "гарячого капіталу". Для цього необхідне таке.

1. Залучення "довгих" фінансових ресурсів для здійснення структурних перебудов, уникнення залежності від кон'юнктури міжнародних фінансових ринків та ризиків зростання вартості обслуговування боргу.

2. Диверсифікація економіки та уникнення тотальної залежності від світових сировинних ринків (як експортних, так і імпорتنих) шляхом підтримки несуміжних та швидкозростаючих галузей, таких як сільське господарство, інформаційні технології тощо.

3. Розробка інструментарію макропруденційного регулювання фінансового сектора та механізмів обмеження руху капіталу в умовах, коли виникають загрози дестабілізації фінансової системи.

4. Активізація внутрішнього боргового ринку та переорієнтування внутрішніх заощаджень у виробничі інвестиції з метою збільшення продуктивності робочої сили.

5. Підвищення рівня фіскальної дисципліни як фактора макростабілізації та покращення інвестиційної привабливості країни.