

Шевчук О.А.

**Влияние международных интеграционных процессов на развитие системы государственного финансового контроля в Украине**

*Исследуется роль государственного финансового контроля в глобальной экономике и влияние глобализационных процессов на организацию государственного финансового контроля. Делается вывод, что государственный финансовый контроль в условиях растущей глобализации существенно модифицируется, становится общим, в нем выделяется система наднационального контроля.*

**Ключевые слова:** финансовый контроль, глобальная экономика, организация, наднациональный контроль.

*The article examines the role of state financial control in the global economy and the impact of globalization on the organization of state financial control. It is concluded that the state financial control in terms of increasing globalization significantly modified, becomes public, it been singled system supranational control.*

**Key words:** State Financial Control, the global economy, organization, supranational control.

Шевчук Олег Анатолійович – кандидат економічних наук, доцент, доцент кафедри обліку і аудиту Інституту магістерської та післядипломної освіти Університету банківської справи Національного банку України (м. Київ).

УДК 336.761

*І. В. Шкодiна*

## **СУЧАСНІ ТЕНДЕНЦІЇ РОЗВИТКУ СВІТОВОГО ФОНДОВОГО РИНКУ**

*Проаналізовано сучасні тенденції розвитку світового фондового ринку в умовах посиленої глобальної невизначеності.*

**Ключові слова:** фондовий ринок, політика кількісного пом'якшення, волатильність, індекси MSCI, високочастотна торгівля.

**Постановка проблеми.** Сучасний стан розвитку світового фондового ринку (та й усієї світової економічної системи) характеризується посиленням нестабільності в умовах системної невизначеності процесу інституційної динаміки глобального розвитку. Негативним фактором розвитку є диспропорційність зростання між розвиненими країнами і країнами, що розвиваються,

© І. В. Шкодiна, 2014

що може поглиблювати кризові явища в бюджетному та фінансовому секторах цих країн. Отже, розгляд, тенденцій розвитку різних сегментів світового фондового ринку представляється вкрай актуальним.

Серед наукових праць, у яких досліджуються проблеми розвитку фондового ринку, виділимо дослідження таких учених: Дж. Тобін, Дж. Стігліц, В. Корнєєв, Я. Міркін, А. Радигін, Б. Рубцов та багато інших.

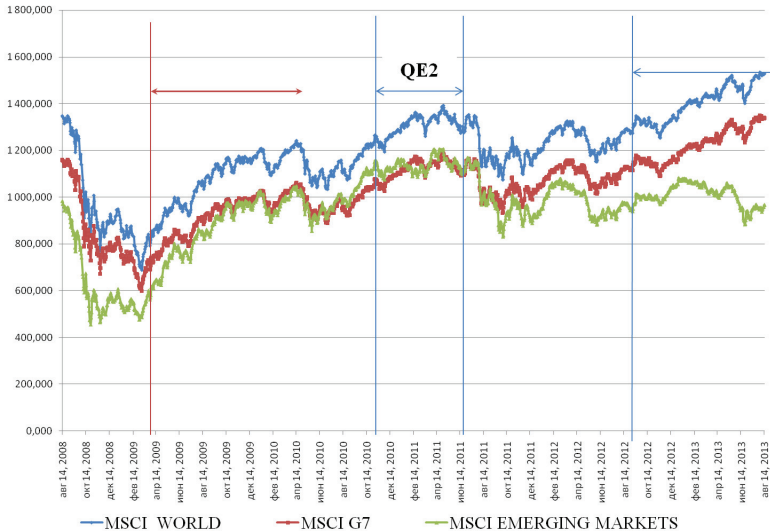
**Метою статті** є визначення сучасних тенденцій розвитку світового фондового ринку в умовах посиленої глобальної невизначеності.

**Результати.** Не зважаючи на те, що найгостріша фаза світової кризи була понад 5 років тому, відновлення темпів зростання економіки в більшості країн світу відстають від запланованих. В результаті фінансового накачування економік підсилюється спекулятивність та поглиблюються основні глобальні диспропорції, які й викликали кризу. Застосування так званих «антикризових заходів» викликає різке збільшення рівнів державного боргу вже в глобальних масштабах. Але якщо в попередні десятиріччя боргові проблеми були притаманні країнам, що розвиваються, то сьогодні основні боргові ризики формуються й походять із розвинутих країн.

Підтримання незначного економічного зростання глобальної економіки підтримується різними методами нетрадиційної грошово-кредитної політики, що застосовують центральні банки різних країн (в першу чергу США). Одним з найбільш значущих є використання різних програм «кількісного пом'якшення» (Quantative Easing (QE)). Проте, не зважаючи на вливання грошей в економіку (емісія грошей, монетизація боргу, зниження ставки резервування, рефінансування тощо) та сподівання, що, принаймні, частина цих грошей направиться в реальний сектор економіки, економічне зростання вкрай помірне та відсутні можливості для забезпечення повної зайнятості [1].

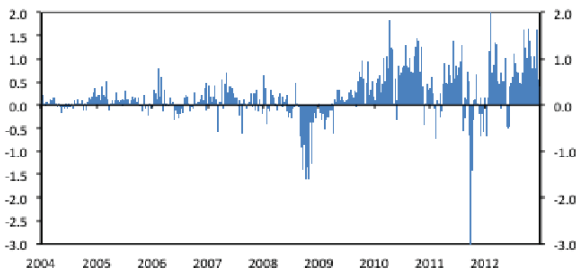
Однією з основних причин цього є те, що надлишкова ліквідність не перетворюється на кредити для реального сектору економіки, а лише підвищує рівень використання позичкових коштів та спекуляцій на фінансових ринках (в першу, чергу на фондовому ринку). Розглядаючи наслідки QE можна стверджувати, що фондові ринки активно зростають під час пом'якшень і падають, коли програма купівлі активів закінчується (рис. 1).

До того ж проведення кількісного пом'якшення в розвинених країнах призводить до надмірного відтоку капіталу на ринки країн з економікою, що розвивається, оскільки процентні ставки на державні облигації в США, Японії, Великобританії, Німеччині знаходяться на дуже низькому рівні. Дані рис. 2 свідчать про те, що в облигації ринків, що розвиваються, протягом 2010-2013 років в середньому щотижня вкладався майже 1 млрд дол. США [3]. Сильний вплив чинить монетарна політика розвинених країн на Латинську Америку, Східну Європу, Близький Схід та Африку.



Складено за даними MSCI [2]

**Рис. 1. Вплив політики кількісного пом'якшення на фондовий ринок (індекси MSCI – світовий, розвинених країн і країн, що розвиваються)**



**Рис. 2. Тижнева динаміка в облігації на ринках, що розвиваються (у трлн дол.)**

Аналіз індексу MSCI для країн, що розвиваються, підтверджує це – під час першого кількісного пом'якшення індекс MSCI для країн, що розвиваються виріс на 80%, під час другого пом'якшення зростання було набагато меншим 18,7% (що свідчить про неефективність вирішення питань стабільності фінансової системи методами фінансових вливань). У період між двома пом'якшення індекс впав на 4,4% (див. *рис. 1*). Наслідки третього пом'якшення ще більш песимістичні – якщо розвинені фондові ринки зростають, то ринки країн, що розвиваються, характеризуються негативними тенденціями (*рис. 3*) [2].

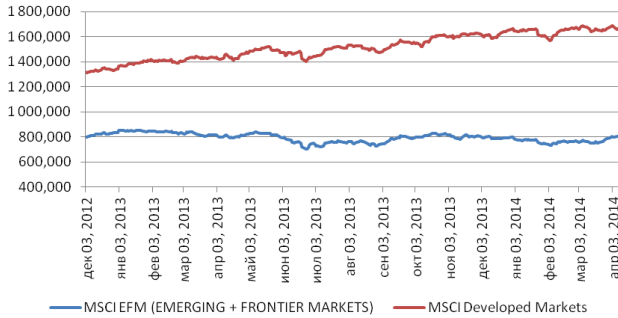
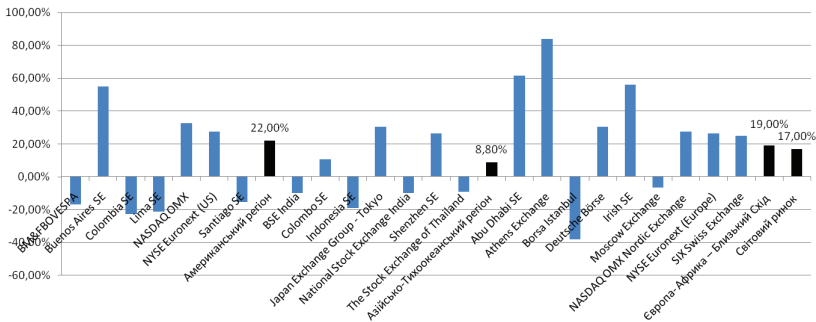


Рис. 3. Індекс MSCI для ринків, що розвиваються (emerging markets), прикордонних (frontier markets) і розвинених (developed markets)

У 2013 році більшість розвинених ринків показали прибутковість вище від середніх історичних значень. Наприклад, японські фондові індекси виростили на 50%, американські – на 30%. Ринки, що розвиваються, навпаки знизились – індекс MSCI Emerging ринку знизився на 2% (див. рис. 3).

Посилюються й регіональні диспропорції розвитку фондового ринку – якщо фондові ринки американського регіону зростали на 22%, то біржі Азіатсько-тихоокеанського регіону зросли лише на 7 % (рис. 4).



Складено за даними Міжнародної федерації бірж [4]  
Рис. 4. Динаміка світових фондових індексів в 2013 р.

У Північній і Південній Америці, зростання було обумовлено зростанням фондових індексів бірж США, які збільшилися на 29 %, в той час фондові індекси Латинської Америки знизилися на 13 %. В Азійсько-Тихоокеанському регіоні найвищі темпи зростання спостерігалися на Шеньчженьській (26,3%) та Токійській (30,6%) біржах за значного падіння Індонезійської (-19%),

Індійської (-10%) та Таїландської (-9,1%) фондових бірж. Різноманітна динаміка спостерігається й у регіоні Європа – Африка – Близькій Схід: європейські фондові біржі зросли в середньому на 23%, а африканські та близькосхідні – на 13%. В той же час, найбільш прибутковими фондовими біржами світу в 2013 р. виявились фондові біржі країн, що розвиваються – Афінська (84%), Абу-Дабі (+61,4%), Буенос-Айреса (+55%), Ірландська (56,1%) [4]. У той же час основні ризики, з якими зіштовхуються країни, що розвиваються, пов'язані головним чином зі здатністю потоків капіталу збільшувати проблеми внутрішньої політики. Припливи капіталу можуть стимулювати бум внутрішніх кредитів і збільшення ціни на активи, що згодом змінюються швидким спадом.

В доповіді про світову фінансову стабільність МВФ дослідив потоки капіталу на ринках, що розвиваються, дійшов висновку, що замість того щоб концентруватися на міцності країни, потоки «портфельних» інвестицій все більше залежать від загальносвітової фінансової ситуації. Отже, фондові ринки країн, що розвиваються, все більше інтегруються у світовий фінансовий простір, стаючи одним з основних каналів поширення фінансових криз. У багатьох країнах, що розвиваються, вже тепер спостерігаються ознаки перегріву економіки. Зовнішня емісія корпоративних облігацій цих країн – найвища за останні роки. Ці боргові цінні папери все частіше розглядають як заміник високоприбуткових корпоративних облігацій США, тому що вони характеризуються схожою ринковою капіталізацією, нижчим левериджем та вищою нормою прибутку за тих самих кредитних рейтингів, що робить їх більш привабливими для широкого кола інвесторів. Це може видаватися позитивною динамікою, адже компанії, що раніше відчували нестачу кредиту, тепер одержать доступ до капіталу. Ризик полягає в тому, що якщо така тенденція триватиме, то занадто великий обсяг капіталу може занадто швидко переміститись у країни з ринком, що розвивається, а це створить ризик хибного встановлення процентів за кредити та неочікувану зміну напрямку фінансових потоків, за умови, що негативні події призведуть до різкого зниження схильності до ризику.

Однією з основних причин збільшення торгів на світових фондових ринках є розвиток високочастотної (високошвидкісної) торгівлі, яка використовує могутні комп'ютерні системи для швидкісної торгівлі, під час якої спекулянти тримають акції лише мілісекунди. Саме цьому виду торгівлі завдячуємо зростанням фондових бірж у посткризовий період, оскільки вже тепер вона займає від 50 до 70% торгівлі на ринках США та 35–40% – на європейських ринках. За даними TABB (Texas Association of Business Broker), у 2013 р. частка високочастотної торгівлі в світі становила близька 52% [5].

Розвиток високочастотної торгівлі не тільки додає ліквідності ринку і служить причиною несподіваних різких рухів котирувань, а й породжує нові

методи прикордонного, неетичного, а іноді й відверто незаконного отримання доходу. В останні роки однією з найбільш суперечливих практик став layering – штучне зміщення котирувань на купівлю та продаж паперів з метою змусити інших учасників ринку зробити вигідну для маніпулятора угоду. Цей вид торгівлі підвищує волатильність ринку та створює проблеми з ліквідністю (оскільки насправді фінансові активи, якими торгують на ринку, її можуть не мати). Через те, що багато програм використовують ті самі алгоритми, наявність позитивного зворотного зв'язку 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. Група фізиків з університету Майями вивчила біржові котирування з січня 2006 р. по лютий 2011 р. на дуже невеликих таймфреймах і виявила 18520 цінових аномалій. Ціни деяких активів менше ніж за секунду встигали не тільки вирости або впасти як мінімум на 0,8%, але й повернутися до початкових значень. За дослідженням Реджинальда Сміта, голови Community Financial Insurance Center, аномалії, які тривають 100-200 мс, зустрічаються в 10 разів частіше, ніж ті, що тривають 900–1000 мс. На 0,8 секундах структура ринку змінюється та розподіл таких цінових відхилень перестав підкорятися закону ступенів. На таких коротких тимчасових інтервалах люди фізично не встигають реагувати на події, і ринок повністю знаходиться в руках торгових автоматів. Роботи дотримуються меншої кількості торгових стратегій, ніж живі люди, і тому динаміка цін стає більш волатильною [6].

Через те, що високочастотний трейдинг вже неодноразово обвалював фондові ринки, сьогодні нагальною потребою є істотний перегляд правил для сектору високочастотної торгівлі. Правила високочастотної торгівлі, що розробляються безпосередніми учасниками ринку, як правило, ще не узагальнені та представляють собою вперше вироблені положення, які на момент їх формування відповідають інтересам більшості професійних учасників фондового ринку. Таким чином, недержавне регулювання відносин на фондовому ринку, що створюється самими учасниками, їх асоціаціями та об'єднаннями, на нинішній день є значним здобутком *lex mercatoria* (сукупність норм і правил, які спонтанно створюються контрагентами на глобальному рівні та існують незалежно від національних правопорядків), оскільки саме вони набувають все більшого практичного значення в силу гнучкості та адаптованості до швидких інституційних змін на ринку.

Розробкою правил займаються й державні регулятори. Наприклад, Технічний комітет Міжнародної організації комісій з цінних паперів, що об'єднує національних регуляторів, які контролюють 95% світової торгівлі цінними паперами, і Комісія з цінних паперів та бірж США (SEC). У 2012 р. розроблена система Midas, яка відстежує гігантські обсяги угод і наглядає за порядком

проведення торгів при високочастотній торгівлі. Ця програма збирає дані з кожного виставленого ордеру на купівлю або продаж цінних паперів на всіх 13 відкритих торгових майданчиках США. Якщо обсяг ордерів перевищить критичний рівень і виникне загроза збою, то вона може оперативнo вжити заходів і скасувати надлишкові ордери [7].

На початку 2014 р. в ЄС в рамках директиви «Про ринки фінансових інструментів» – MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive) – були введені обмеження на використання високочастотної торгівлі, які набудуть чинності до кінця 2016 року. Серед ключових аспектів MiFID II – обмеження щодо застосування високошвидкісної торгівлі, використання темних пулів ліквідності і спекуляції з сировинними активами. Крім того, одним з важливих пунктів реформи є проєкт створення організованої торгової платформи (organised trading facility, OTF). Влада ЄС сподіваються, що створення даної платформи допоможе поліпшити прозорість на позабіржовому ринку деривативів. Ще один спосіб забезпечити учасників ринку від різких обвалів – змусити трейдерів розкрити регуляторам свої торгові стратегії. Європарламент може зобов'язати трейдерів надавати свої алгоритми на перевірку, перш ніж їх допустять до ринку.

Таким чином, реформа дозволить регуляторам забезпечити більш жорсткий контроль над технологічним розвитком торгівлі цінними паперами, оскільки різке зростання швидкості і обсягів надходження ордерів на біржах може становити серйозний ризик для стабільності фінансової системи.

**Висновки.** Таким чином, аналіз динаміки світового фондового ринку свідчить про те, що, незважаючи на відновлення, його розвиток пов'язаний із різким збільшенням невизначеності як на розвинених ринках, так і тих, що розвиваються. Динаміка різних сегментів світового фондового ринку залежить не від економічної ситуації в певних країнах, а від дій центральних банків, в першу чергу ФРС, які активно проводять політику кількісного пом'якшення. Розсинхронізація динаміки фондових ринків різних країн свідчить про посилення флуктуацій на глобальному рівні, що призводить до ослаблення темпів економічного зростання, а також погіршує ситуацію на фінансових ринках, що стає одними з серйозних ризиків для глобальної економіки. Одним з факторів, що посилює невизначеність та волатильність світового фондового ринку, є активний розвиток високочастотної торгівлі.

Погіршують ситуацію також політичні проблеми ряду країн (в першу чергу, Таїланду, України, Туреччини), що можуть стати перешкодою на шляху відновлення глобальної економіки. Все це дає можливість стверджувати, що зараз у світовій економіці тривале посткризове відновлення, яке є передвісником тривалої стагнації в більшості країн світу.

## Список використаних джерел

1. Вплив політики кількісного пом'якшення на фінансовий ринок / Г. Азаренкова, І. Шкодінa, М. Гойхман // Вісник Національного банку України. – 2013. – № 12. – С. 56–60.
2. World Federation of Exchanges (WFE) [Electronic resource]. – Available from : <http://www.world-exchanges.org>.
3. MSCI [Electronic resource]. – Available from: <http://www.msci.com>.
4. Monetary Policy report / Chairman Ben S. Bernanke / Report to the Congress Before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, Washington, D.C. / July 17, 2013 [Electronic resource]. – Available from : [http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mpr\\_default.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mpr_default.htm).
5. TABB Group [Electronic resource]. – Available from : <http://www.tabbgroup.com>.
6. Smith R. Is high-frequency trading inducing changes in market microstructure and dynamics? [Electronic resource]. – Available from: <http://arxiv.org/abs/1006.5490>.
7. Комісія з цінних паперів та бірж США (SEC) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.sec.gov](http://www.sec.gov).

### **Шкодінa І. В.**

#### ***Современные тенденции развития мирового фондового рынка***

*Проанализированы современные тенденции развития мирового фондового рынка в условиях усиленной глобальной неопределенности.*

**Ключевые слова:** *фондовый рынок, политика количественного смягчения, волатильность, индексы MSCI, высокочастотная торговля.*

### **Iryna Shkodina**

#### ***Up-to-Date Global Stock Markets Trends***

*The author traces up to date global stock market trends in global uncertainty.*

**Key words:** *Stock Market, Quantitative Easing, Volatility, index MSCI, High-frequency trading.*

*Ірина Віталіївна Шкодінa – доцент, кандидат економічних наук, доцент кафедри економічної теорії Харківського інституту банківської справи Університету банківської справи Національного банку України (м. Київ).*

УДК 332.146:[336:352/354]

*І. С. Музика*

## **УПРАВЛІННЯ МІСЦЕВИМ БОРГОМ ЯК МЕХАНІЗМ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ РЕГІОНАЛЬНОГО РОЗВИТКУ**

*Розглянуто зарубіжний досвід і стан ринку муніципальних запозичень. Наголошено на основних проблемах, пов'язаних із забезпеченням ефективності використання муніципальних запозичень. Визначено, що*

*© І. С. Музика, 2014*