

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
МАРІУПОЛЬСЬКИЙ ДЕРЖАВНИЙ УНІВЕРСИТЕТ**

**Булатова О.В., Марена Т.В.**

# **МІЖНАРОДНІ ФІНАНСИ**

## **НАВЧАЛЬНИЙ ПОСІБНИК**

2-ге видання, перероблене і доповнене

**Маріуполь – 2019**

УДК 339.7.012 (075)

*Рекомендовано до друку Вченої радою  
Маріупольського державного університету  
(протокол № 11 від 27 червня 2019 р.)*

*Рецензенти*

**Куриляк В.Є.**, доктор економічних наук, професор  
(Тернопільський національний економічний університет);

**Резнікова Н.В.**, доктор економічних наук, професор  
(Інститут міжнародних відносин Київського національного університету імені  
Тараса Шевченка)

**Булатова О.В.**

Міжнародні фінанси: Навчальний посібник / О.В. Булатова, Т.В. Марена.  
– 2-ге вид., переробл. і доповн. – Маріуполь: МДУ, 2019. – 432 с.

У навчальному посібнику розглядаються питання закономірностей функціонування системи міжнародних фінансових відносин та глобального фінансового ринку; розвитку процесів фінансової глобалізації; еволюції світової валютно-фінансової системи; особливостей розвитку та використання інструментів валютного, кредитного, фондового ринків, своринку, ринку деривативів; складання платіжного балансу та оцінки його стану; проведення міжнародних розрахунків; структури та функцій міжнародних фінансово-кредитних інститутів; реалізації валютної політики; ролі ТНК та ТНБ в системі міжнародних фінансів; визначення місця України у світовій валютно-фінансовій системі.

Рекомендується студентам економічних спеціальностей, аспірантам, науковим працівникам, фахівцям-практикам в сфері міжнародних фінансових відносин.

© Булатова О.В., Марена Т.В., 2019  
© Маріуполь, МДУ, 2019

## ЗМІСТ

Передмова .....	4
<b>РОЗДІЛ 1. СВІТОВА ВАЛЮТНО-ФІНАНСОВА СИСТЕМА В УМОВАХ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ</b> .....	6
Тема 1. Система міжнародних фінансів .....	6
Тема 2. Глобалізація світового фінансового середовища. Світові фінансові кризи .....	17
Тема 3. Заборгованість у системі міжнародних фінансів .....	34
Тема 4. Світова валютно-фінансова система та етапи її еволюції .....	64
Тема 5. Світовий фінансовий ринок та його структура .....	101
Практичні завдання та проблемні ситуації до розділу 1 .....	128
<b>РОЗДІЛ 2. МІЖНАРОДНІ ВАЛЮТНІ ВІДНОСИНИ</b> .....	130
Тема 6. Валютний курс .....	130
Тема 7. Валютні ринки .....	160
Тема 8. Валютні операції .....	177
Тема 9. Регулювання міжнародних валютно-фінансових відносин .....	195
Тема 10. Валютна політика .....	211
Тема 11. Фінансова і монетарна політика Європейського валютного союзу .....	244
Практичні завдання та проблемні ситуації до розділу 2 .....	252
<b>РОЗДІЛ 3. МІЖНАРОДНІ РОЗРАХУНКИ ТА ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС</b> .....	254
Тема 12. Міжнародні розрахунки та їх організаційні засади .....	254
Тема 13. Платіжний баланс країн світу .....	268
Практичні завдання та проблемні ситуації до розділу 3 .....	286
<b>РОЗДІЛ 4. СВІТОВИЙ ФІНАНСОВИЙ РИНОК</b> .....	287
Тема 14. Міжнародний фондовий ринок .....	287
Тема 15. Міжнародний ринок банківських кредитів .....	305
Тема 16. Міжнародний ринок дорогоцінних металів .....	315
Тема 17. Міжнародний ринок похідних цінних паперів (деривативів) .....	330
Практичні завдання та проблемні ситуації до розділу 4 .....	336
<b>РОЗДІЛ 5. ТРАНСНАЦІОНАЛЬНІ КОМПАНІЇ ТА ТРАНСНАЦІОНАЛЬНІ БАНКИ В СИСТЕМІ МІЖНАРОДНИХ ФІНАНСІВ</b> .....	338
Тема 18. Фінанси транснаціональних компаній .....	338
Тема 19. Міжнародна банківська справа .....	347
Тема 20. Міжнародне оподаткування .....	375
Тема 21. Міжнародне страхування .....	387
Практичні завдання та проблемні ситуації до розділу 5 .....	399
Тестові завдання для самоконтролю .....	401
Предметний покажчик .....	419
Список використаної та рекомендованої літератури .....	422
Корисні посилання .....	432

## ПЕРЕДМОВА

Інтенсивний розвиток міжнародних економічних відносин, інтернаціоналізація господарської діяльності посилюють потребу в значних фінансових ресурсах. Фінансові ресурси сприяють розвитку внутрішнього і розширенню зовнішнього ринків, а ступінь забезпеченості ними здійснює вплив на розвиток світового господарства в цілому. Сукупність фінансових ресурсів усіх країн, міжнародних організацій і міжнародних фінансових центрів та відносини, пов'язані з їх акумуляцією та перерозподілом, формують систему міжнародних фінансів. Фінансові ресурси є найбільш глобалізованим ресурсом світу завдяки своїй мобільності. Саме тому відносини у сфері міжнародних фінансів виступають однією з найбільш динамічних форм міжнародних економічних відносин.

Швидкий розвиток міжнародних фінансових ринків, поява нових видів фінансових інструментів та форм фінансових відносин між країнами вимагають більш глибокого осмислення теоретичних аспектів та вивчення практичних питань руху фінансових ресурсів світу. З іншого боку, подальша глобалізація фінансового ринку призводить до появи нових проблем у валютно-фінансовому секторі і створює необхідність пошуку нових ефективних шляхів їх подолання.

*Міжнародні фінанси* є специфічною галуззю міжнародної економіки як науки. Міжнародні фінанси охоплюють такі елементи, як: міжнародні фінансові ринки, світова валютно-фінансова система, фінанси транснаціональних компаній, міжнародна банківська та страхова діяльність тощо. При цьому міжнародні фінанси передбачають вивчення потоків фінансових ресурсів як на мікрорівні, так і на макрорівні. Міжнародні фінанси стали важливим інструментом впливу на розвиток різних форм міжнародних економічних відносин, що реалізується через розробку нових фінансових методів.

*Метою вивчення дисципліни «Міжнародні фінанси»* є формування системи знань у галузі міжнародних фінансів; вивчення механізмів та інструментарію прийняття рішень у валютній, кредитній та інвестиційній сферах на мікро- та макроекономічному рівнях.

*Задачами курсу* є: вивчити сутність та елементи системи міжнародних фінансів, світового фінансового ринку та його сегментів; розглянути особливості використання основних міжнародних фінансових інструментів; вивчити інституційну базу міжнародного фінансового ринку; набути вміння проводити міжнародні розрахунки та аналізувати стан платіжного балансу; оцінити місце України на різних сегментах світового фінансового ринку.

*Предметом курсу* є міжнародні фінансові потоки, їх взаємозв'язок і регулювання; тенденції розвитку міжнародних валютно-фінансових відносин; закономірності функціонування світового фінансового ринку та його сегментів.

*Передумови для вивчення дисципліни:* дисципліна «Міжнародні фінанси» вивчається після вивчення дисциплін «Гроші та кредит», «Міжнародні економічні відносини», «Фінансово-кредитні системи зарубіжних країн».

Навчальний посібник побудовано згідно з програмою нормативної навчальної дисципліни «Міжнародні фінанси», яка відповідає освітньо-професійним програмам підготовки бакалаврів за спеціальностями 051 «Економіка» та 292 «Міжнародні економічні відносини» у Маріупольському державному університеті. Вивчення дисципліни має сприяти формуванню у

студентів наступних фахових компетентностей: 1) розуміння закономірностей розвитку різних форм міжнародних економічних відносин, інтеграційних процесів, їх впливу на економічну діяльність суб'єктів господарювання; 2) розуміння механізмів та інструментарію прийняття рішень у грошово-кредитній, валютній, розрахунково-платіжній та інвестиційній сферах на мікро- та макроекономічному рівнях. За результатами вивчення дисципліни студенти мають демонструвати: знання закономірностей функціонування світового фінансового ринку; особливостей розвитку та використання інструментів валютного, кредитного, інвестиційного ринків, євrorинку; структури та функцій міжнародних фінансових інститутів; вміння розраховувати валютні курси за строковими угодами; аналізувати стан світового фінансового ринку та його сегментів; складати платіжний баланс та визначати його сальдо; оцінювати місце України на різних сегментах світового фінансового ринку.

*Структура* побудови навчального посібника визначається п'ятьма логічно взаємопов'язаними розділами (змістовими модулями):

- світова валютно-фінансова система в умовах глобалізації;
- міжнародні валютні відносини;
- міжнародні розрахунки та платіжний баланс;
- світовий фінансовий ринок;
- транснаціональні компанії та транснаціональні банки в системі міжнародних фінансів.

У навчальному посібнику розглядаються питання закономірностей функціонування світового фінансового ринку; розвитку процесів фінансової глобалізації; еволюції світової валютно-фінансової системи; особливостей розвитку та використання інструментів валютного, кредитного, фондового ринків, євrorинку, ринку деривативів; складання та аналізу стану платіжного балансу; проведення міжнародних розрахунків; структури та функцій міжнародних фінансових інститутів; реалізації валютної політики; визначення місця України у світовій валютно-фінансовій системі.

При викладенні матеріалу навчального посібника використано теоретичні підходи та концепції, розроблені провідними вітчизняними та зарубіжними вченими-теоретиками міжнародних фінансів (Я. Белінської, О. Береславської, С. Боринця, А. Гальчинського, Б. Губського, Ю. Козака, Д. Лук'яненка, Ю. Макогона, О. Мозгового, Т. Орехової, А. Поручника, Л. Руденко-Сударевої, Є. Савельєва, А. Семенова, В. Стельмаха, А. Філіпенка, Р. Дорнбуша, Г. Кальво, Т. Леттера, Р. Маккінона, Р. Мандела, К. Рейнхарта, С. Фішера, Дж. Флемінга, М. Фрідмана та інших).

Навчальний посібник розраховано на викладачів, аспірантів та студентів економічних спеціальностей закладів вищої освіти, наукових співробітників, спеціалістів-практиків та усіх, хто цікавиться проблемами розвитку міжнародних фінансових відносин.

Матеріал навчального посібника базується на результатах наукових досліджень та педагогічної діяльності авторів: доктора економічних наук, професора Булатової О.В. (передмова, §1.1, §1.2, §2.2, §3.1-3.3, §4.4, §5.1, §5.3, §5.4, т.12, т.14, т.15, т.17, т.19, т.21) та кандидата економічних наук, доцента Марени Т.В. (передмова, §1.1, §1.3, §2.1, 2.3, §3.2, §3.4, т.4, §5.2-5.4, т. 6-11, т.13, т.16, т.18, т.20).

## **РОЗДІЛ 1. СВІТОВА ВАЛЮТНО-ФІНАНСОВА СИСТЕМА В УМОВАХ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ**

### **ТЕМА 1. СИСТЕМА МІЖНАРОДНИХ ФІНАНСІВ**

- 1. Сутність, призначення та основні аспекти міжнародних фінансів.**
- 2. Фінансові ресурси світового господарства.**
- 3. Офіційні золотовалютні резерви в структурі світових фінансів.**

#### **1. Сутність, призначення та основні аспекти міжнародних фінансів.**

Сучасний стан розвитку світового господарства є результатом тривалого розвитку продуктивних сил і поглиблення поділу праці. Об'єктивні потреби еволюції продуктивних сил втілюються в міжнародних економічних відносинах, які представляють собою систему господарських зв'язків між національними економіками окремих країн, відповідними суб'єктами господарювання. Міжнародні економічні відносини об'єктивно впливають із процесу поділу праці, міжнародної спеціалізації виробництва й науки, інтернаціоналізації господарського життя.

Післявоєнний розвиток світового господарства характеризувався суттєвими змінами. У перші роки після другої світової війни діяльність промислових корпорацій була, в першу чергу, спрямована на відбудову внутрішніх ринків та відновлення національних економік. Пізніше розширення діяльності виробничих та торговельних компаній відбувалося під впливом міжнародної торгівлі, що швидко зростала. З 70-х років активізувалися інвестиції підприємств у виробничі потужності за кордоном, що надавало суб'єктам підприємницької діяльності характер багатонаціональних фірм.

Швидкий розвиток світової торгівлі та зростання масштабів міжнародних потоків капіталу наприкінці ХХ ст. – на початку ХХІ ст. призвели до того, що багато великих компаній, діяльність яких має фінансове, виробниче або торговельне спрямування, стали пов'язувати перспективи свого розвитку з виходом на зарубіжні ринки за рахунок інтернаціоналізації операцій. Розвиток процесів глобалізації в сфері підприємництва і фінансів спирався на наступні чинники:

- зростання масштабів міжнародних потоків капіталу у різних формах;
- комп'ютеризація, розвиток систем телекомунікацій та інші досягнення науково-технічного прогресу;
- поступове дерегулювання фінансових ринків та економіки в цілому, яке було характерним для розвинених країн, передусім, США, Великобританії і Японії [113].

Інтенсивний розвиток міжнародних економічних відносин, інтернаціоналізація господарської діяльності посилюють потребу в значних фінансових ресурсах. З іншого боку, фінансові ресурси сприяють розвитку внутрішнього і розширенню зовнішнього ринків, здійснюють вплив на розвиток світового господарства в цілому.

Термін «фінанси» (financia) виник у XIII-XV ст. в містах Італії і спочатку позначав будь-який грошовий платіж. З тих пір у найбільш широкому розумінні терміном «фінансові відносини» позначалися грошові відносини між двома та більше суб'єктами. У випадку, коли суб'єктами фінансових відносин стають резиденти різних країн, а фінансові потоки набувають міжнародних масштабів, виникають міжнародні фінансові відносини, формою організації яких виступає система міжнародних фінансів.

Відносини, що виникають між суб'єктами світового господарства у зв'язку з міжнародною міграцією капіталу у різних формах, формують **міжнародні фінансові (або фінансово-кредитні) відносини**.

Особливе місце, яке займають міжнародні фінанси у системі світогосподарських зв'язків, пов'язане з наступним:

- Фінансові потоки, що знаходяться в основі міжнародних фінансів, є найбільш мобільним активом, який може швидко переміщуватися між країнами або регіонами світу, спираючись на сучасні системи грошових переказів та міжбанківських телекомунікацій (тривалість транзакції з переказу коштів може складати від кількох хвилин до кількох годин).

- Темпи розвитку світових фінансових ринків та середньодобові обороти на них в багато разів перевищують темпи зростання інших секторів світового господарства, у тому числі, світового ринку товарів та послуг. Таке переважання розвитку фінансового сектору над реальним сектором економіки часто служило причиною розвитку фінансових криз, що викликає необхідність регулювання світових фінансових потоків на різних рівнях.

- Міжнародні фінанси забезпечують валютне, розрахункове та кредитне обслуговування всього комплексу міжнародних економічних відносин, а це означає, що проблеми, які виникають у світовій фінансовій системі, можуть викликати проблеми у функціонуванні всієї світогосподарської системи.

Міжнародні фінанси як система охоплюють наступні взаємопов'язані елементи: міжнародні фінансові ринки, світова валютно-фінансова система, фінанси транснаціональних компаній, управління міжнародним інвестиційним портфелем, міжнародна банківська та страхова справа тощо. При цьому міжнародні фінанси передбачають вивчення потоків фінансових ресурсів як на мікро-, так і на макрорівні. Останнім часом міжнародні фінанси стали важливим інструментом впливу на розвиток різних форм міжнародних економічних відносин, що реалізується через розробку нових фінансових методів. Основним об'єктом міжнародних фінансових відносин є різноманітні фінансові інструменти, сукупність яких формує фінансові ресурси світового господарства.

## **2. Фінансові ресурси світового господарства.**

Фінансові активи нерівномірно розподілені між суб'єктами світового господарства, що призводить до їх постійного переміщення між країнами, в результаті чого утворюються світові фінансові потоки. Сукупність фінансових ресурсів всіх суб'єктів світового господарства формує *систему світових фінансів*.

Механізм перерозподілу фінансових ресурсів світу включає фінансову допомогу, світові ринки капіталу (міжнародні фінансові ринки) і золотовалютні резерви, що відображено на рис. 1.1.



**Рис. 1.1. Механізм перерозподілу фінансових ресурсів світу**

Джерело: побудовано на основі [62]

Міжнародні фінансові ринки (світові ринки капіталу) мають комерційний характер, оскільки на цих ринках обертаються різноманітні фінансові активи (валюта, акції, деривативи, боргові цінні папери, страхові послуги), що є об'єктами купівлі-продажу.

**Світовий фінансовий ринок** – це сукупність всіх грошових ресурсів, що знаходяться в постійному русі, тобто розподілі і перерозподілі, під впливом змінного співвідношення попиту і пропозиції на ці ресурси з боку різних суб'єктів світової економіки.

Світовий ринок капіталу відіграє важливу роль у світовому господарстві, виконуючи наступні функції:

- мобілізація грошових коштів і їх трансформація в позиковий капітал;
- формування ціни об'єктів купівлі-продажу (позикового капіталу, фондових цінностей, валюти);
- емісія, купівля-продаж цінних паперів;
- кредитне та валютно-фінансове обслуговування комплексу міжнародних економічних відносин.

В економіці розвинених країн ринок капіталу відіграє надзвичайно важливу роль, оскільки він оптимізує процеси накопичення, розподілу і перерозподілу фінансових ресурсів.



**Фінансова допомога** представляє собою фінансові потоки, які переміщуються на безоплатних і, як правило, безповоротних умовах. Вона передбачає виділення капіталу в грошовій формі суб'єктами однієї країни у власність суб'єктів інших країн. В залежності від джерела отримання фінансової допомоги вона може бути представлена кредитами і грантами урядів та кредитами і грантами міжнародних організацій. Головним джерелом фінансової допомоги у світі є передусім фінансові ресурси суб'єктів розвинених економічних систем (приватних осіб, компаній, урядів). Кошти, отримані в якості фінансової допомоги, як правило, призначаються для реалізації певних соціально-економічних програм та технічних проєктів.

Отже, частина фінансових ресурсів світу обертається на світовому ринку капіталу, частина переміщується між країнами у вигляді фінансової допомоги. Ті фінансові ресурси, які накопичуються у суб'єктів світового господарства у вигляді валютних та золотих запасів, формують *міжнародні або золотовалютні резерви*.

В залежності від власника резервів в структурі фінансових ресурсів світу виділяють приватні та офіційні золотовалютні резерви. *Офіційні резерви* формуються державами світу та міжнародними організаціями. Оскільки основним суб'єктом світового господарства виступають країни світу, найбільше значення в структурі золотовалютних резервів мають саме офіційні міжнародні резерви країн. Наявність відповідних золотовалютних резервів є важливою умовою забезпечення міжнародної ліквідності держави (міжнародна ліквідність представляє собою здатність держави ефективно відповідати по своїм зовнішнім зобов'язанням, тобто характеризує зовнішню платоспроможність країни). Велике значення обсяг валютних резервів має в умовах значного втручання центрального банку в діяльність валютного ринку з метою регулювання валютного курсу. У даному випадку йдеться про використання валютних резервів для регулювання макроекономічних показників.

Таким чином, основна роль фінансових ресурсів світового господарства полягає в обслуговуванні всього комплексу міжнародних економічних відносин, а також наданні інструментів регулювання зовнішніх позицій країн і створенні можливостей для отримання прибутків суб'єктами світової економіки. В залежності від призначення та умов руху фінансових потоків структуру фінансових ресурсів формують фінансова допомога, золотовалютні резерви і світові ринки капіталу.

### **3. Офіційні золотовалютні резерви в системі міжнародних фінансів.**

Важливим чинником, що забезпечує стабільність функціонування світової фінансової системи, є наявність у розпорядженні центральних банків країн фінансових активів, які накопичуються у вигляді валютних та золотих запасів і формують офіційні міжнародні або золотовалютні резерви. Наявність відповідних золотовалютних резервів є важливою умовою підтримки міжнародної валютної ліквідності держави. Офіційні валютні резерви є тими

активами, які надають центральному банку можливість здійснення валютних інтервенцій на ринку з метою регулювання курсу національної валюти.

За методологією МВФ, *міжнародні резерви* – це частина зовнішніх активів центрального банку країни, що знаходиться під його контролем і яку можна використовувати для прямого фінансування дефіциту платіжного балансу або непрямого впливу на величину цього дефіциту.

До складу офіційних міжнародних резервів входять:

- іноземна валюта;
- резервна позиція країни в МВФ;
- спеціальні права запозичення (СПЗ або SDR);
- монетарне золото.

Резерви іноземної валюти і золота традиційно складають основну частину міжнародних резервів. Під час аналізу світової економіки увагу приділяють насамперед величині й динаміці цих активів.

Частина міжнародних резервів зберігається у вигляді внеску країни до МВФ. Спеціальні права запозичення були емітовані на суму приблизно в 30 млрд. дол. з метою обслуговування розрахунків між державами. Резервна позиція в МВФ дає право країні на отримання від Фонду кредиту за рахунок своєї частки. Загальна величина даної резервної позиції складає близько 70 млрд. дол.

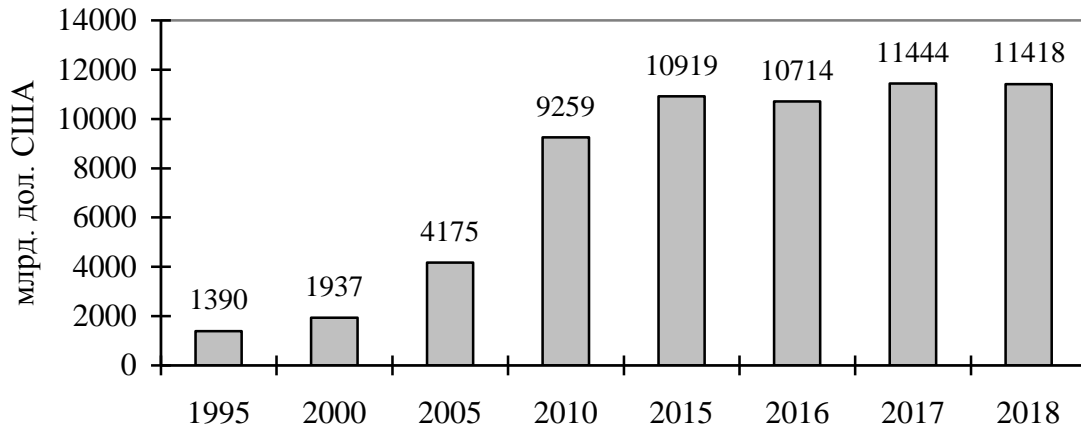
Для позначення міжнародних резервів використовуються також такі поняття як *офіційні резерви, золотовалютні резерви, офіційні золотовалютні резерви, валютні резерви, резервні активи, міжнародні активи*. Основною складовою міжнародних активів країн є міжнародна резервна валюта. Міжнародними резервними валютами стають валюти тих держав, економіка яких має найбільшу вагу у світовому господарстві й значною мірою впливає на міжнародну торгівлю і міграцію капіталу.

Вважається, що мінімальний розмір офіційних резервів держави повинен бути не меншим від тримісячного обсягу імпорту товарів та послуг. Величина, динаміка й структура золотовалютних резервів держави можуть змінюватися в залежності від різних факторів. Зокрема, значний вплив на величину офіційних резервів справляють операції з купівлі-продажу валюти, проведені центральним банком на валютному ринку (валютні інтервенції). Наслідком значних виплат по зовнішніх боргах держави є скорочення обсягу офіційних резервів; водночас, реструктуризація державного боргу призводить до того, що попит уряду на кошти валютних резервів зменшується, і створюються умови для збільшення обсягу резервів. Зміна цін на золото призводить до відповідного коригування структури золотовалютних резервів: у разі зниження цін на золото його частка в структурі резервів зменшується, а частка валютного компонента зростає.

Основним місцем збереження офіційних резервів є сховища центральних банків та інших фінансових органів. Частина міжнародних резервів зберігається як внесок країни в МВФ. Розрізняють валові та чисті міжнародні резерви. Чисті

резерви відбивають обсяг тих валютних ресурсів, якими центральний може користуватися без будь-яких обмежень.

На початку XXI століття паралельно зі збільшенням масштабів світової торгівлі та інших видів взаємного обміну країн зростали резерви міжнародних ліквідних засобів, зосереджених у розпорядженні відповідних офіційних органів. Як показує статистика, абсолютне збільшення загальносвітової суми резервів до кінця 2000 року майже вдвічі перевищило її приріст за всі 80-ті роки. З 1995 р. по 2018 р. міжнародні резерви країн світу збільшились більш ніж у вісім разів (рис. 1.2).

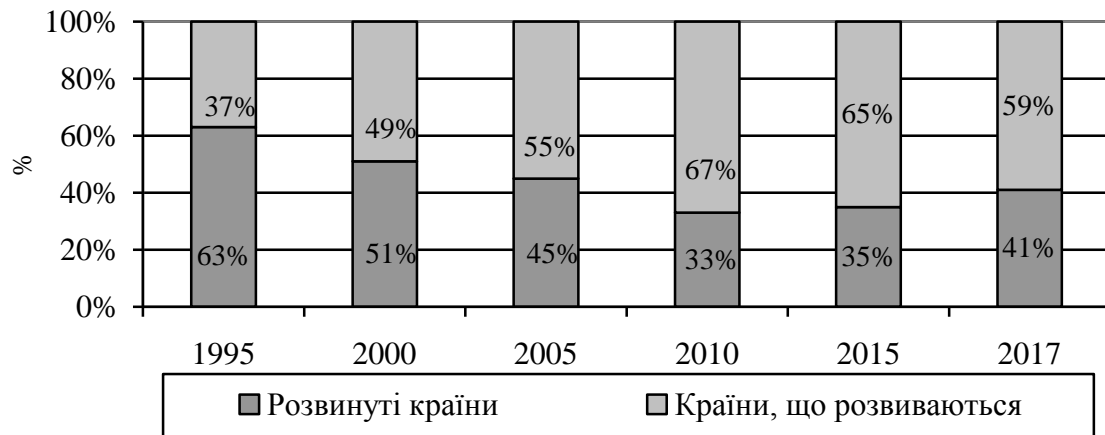


**Рис. 1.2. Динаміка світових золотовалютних резервів у 1995-2018 рр.**

Разом з тим, усередині цієї глобальної маси спостерігались істотні зрушення як стосовно структури самих резервів, так і їх розподілу між окремими країнами і регіонами світу. Основну частину міжнародних резервів займають резерви іноземних валют. Приріст загальної маси резервів до кінця 90-х рр. відбувався винятково за рахунок валютного компоненту, тоді як вартість офіційних золотих запасів через падіння цін на дорогоцінні метали зменшувалась з відповідним скороченням частки золота в структурі світових резервів. Зменшення частки золота найсильніше позначилося на величині резервів розвинутих країн, що володіють переважною масою золотих запасів. Що стосується валютних нагромаджень, то в групі розвинутих країн вони зростали, по-перше, повільніше, ніж у 80-ті рр., а по-друге, повільніше, ніж в країнах, що розвиваються.

Раніше динаміка світового фонду ліквідних платіжних засобів визначалася, в першу чергу, ситуацією в розвинутих країнах. Починаючи з кінця 90-х рр. більш значну роль у поповненні цього фонду стала відігравати група країн, що розвиваються. Абсолютне збільшення суми ліквідних платіжних засобів розвинутих країн за 90-ті рр. склало 127,9 млрд. дол., у тому числі на 188,1 млрд. дол. збільшилися резерви в іноземній валюті і на 60,2 млрд. дол. зменшилися резерви золота. Абсолютне збільшення офіційних резервів країн, що розвиваються, за той самий період склало 521,7 млрд. дол., у тому числі на 524,3 млрд. дол. збільшилися резерви в іноземній валюті і на 2,5 млрд. дол. зменшився золотий фонд.

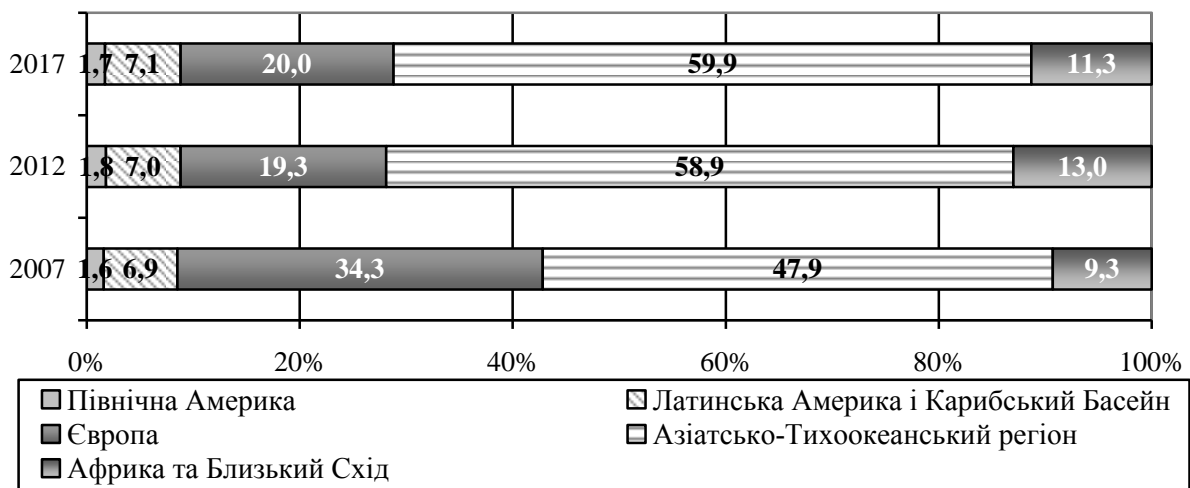
Частка розвинутих країн в структурі світових валютних резервів значно скоротилася: якщо на початку 90-х рр. оголошені валютні резерви розвинутих країн і країн, що розвиваються, співвідносилися як 65:35, в 1995 р. – 63:37, в 2000 р. – 51:49, то станом на 2017 р. це співвідношення становить 41:59 (рис. 1.3).



**Рис. 1.3. Структура світових валютних резервів у розрізі розвинутих країн і країн, що розвиваються, в 1995-2017 рр.**

*Джерело:* розраховано на основі [140]

Визначальну роль у змінах, що відбуваються, відіграє економічний прогрес у країнах далекосхідного регіону на чолі з Китаєм. Китай і його найближчі сусіди – Тайвань, Сінгапур, Гонконг, Південна Корея – увійшли до першої десятки провідних власників золотовалютних резервів. Отже, у регіональному розрізі розподіл валютних резервів сьогодні є висококонцентрованим: близько 60% резервних активів припадає на країни Азійсько-Тихоокеанського регіону (рис. 1.4).



**Рис. 1.4. Регіональний розподіл офіційних валютних резервів у 2007, 2012 та 2017 рр., %**

*Джерело:* розраховано на основі [140]

Зростання валютних резервів країн, що розвиваються, частково було пов'язане з припливом іноземного капіталу, однак в окремих випадках цей чинник мав негативні наслідки. У деяких країнах (Індонезія, Таїланд, Південна

Корея) раптовий вплив спекулятивного капіталу призвів восени 1997 р. до розвитку валютно-фінансової кризи, що змусило витратити частину валютних резервів і навіть звернутися по допомогу до міжнародних організацій.

Найбільшим власником золотовалютних резервів серед розвинутих країн вже довгий час є Японія. Частка офіційних резервів Японії в останні роки складає 16-21% загального обсягу міжнародних резервів країн світу і близько 40% всіх офіційних золотовалютних запасів розвинутих країн.

Загальні валютні резерви розвинутих країн станом на 2017 рік становили 4692 млрд. дол. Більші обсяги валютних резервів розширюють можливості країн здійснювати валютні та інвестиційні операції з метою отримання додаткового прибутку, а також надають більше можливостей для проведення валютних інтервенцій. Тобто теоретично здатність розвинутих країн здійснювати валютні інтервенції в останні роки підвищується, однак реально при цьому виникають деякі ускладнення. По-перше, обсяги світового валютного ринку та ступінь волатильності валют зростають більш високими темпами, ніж обсяги офіційних резервів. По-друге, найчастіше об'єктами спекулятивних операцій є провідні світові валюти, курсові співвідношення яких в умовах підвищеної волатильності світових фінансових ринків є й так досить нестабільними. Отже, саме валюти провідних розвинутих країн, перш за все, долар США і євро, потребують більшого забезпечення валютними резервами. На практиці ж у країнах-емітентах ключових валют спостерігається скорочення міжнародних резервів.

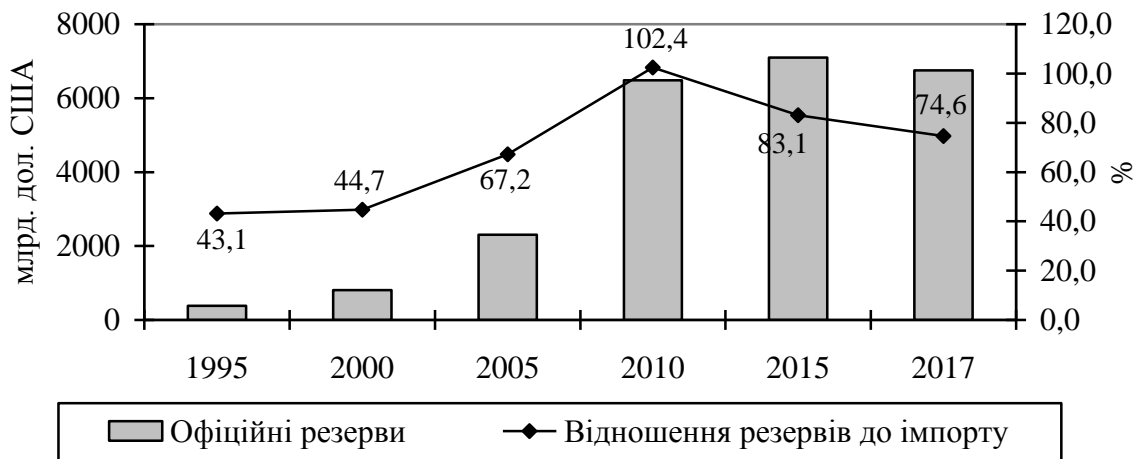
Так, в групі розвинутих країн досить тривалий час відзначалося скорочення золотовалютних резервів США, що пов'язано як зі зменшенням нагромаджень недоларових конвертованих валют, так і зі знеціненням найбільшого у світі національного золотого запасу. Протягом 1997-2000 рр. сумарні резерви США зменшилися вдвічі. Однак у той період ні для американської економіки, ні для світової валютної системи ця обставина не мала помітних наслідків. Переважна орієнтація на доларовий валютний стандарт дозволяла США без будь-яких обмежень здійснювати міжнародні розрахунки власною національною валютою при постійному попиті на долари з боку світового економічного співтовариства як на найпоширеніший і найбільш стабільний валютний засіб платежу і накопичення.

З 2000 р. США починають нарощувати міжнародні резерви, хоча й досить повільними темпами. Деякою мірою це пов'язано з появою єдиної європейської валюти, яка поступово стала витіснити долар з позицій провідних світових грошей. Крім того, значний дефіцит платіжного балансу й низка інших фінансових проблем, що спостерігаються в США останніми роками, призвели до того, що надійність американської валюти стала ставитися під сумнів. Усі ці фактори обумовили підвищення попиту з боку США на ліквідні засоби, у тому числі на власну валюту.

Починаючи з 2000 р. розраховують сукупну величину золотовалютних резервів країн Європейської валютної системи (міжнародні резерви Європейського центрального банку та офіційні резерви країн-учасниць). Величина валютних резервів країн ЄВС до 2001 р. характеризувалася

тенденцію до зменшення, а потім почала зростати. Однак, за оцінками експертів, у разі виникнення потреби підтримувати курс долара або євро протягом тривалого часу, валютних запасів США і країн Єврозони вистачить лише на незначні короткострокові інтервенції [20].

В групі країн, що розвиваються, порівняно з кінцем ХХ ст. відзначається збільшення як загального обсягу офіційних резервів, так і показника відношення резервів до імпорту, що відображено на рис. 1.5.



**Рис. 1.5. Офіційні валютні резерви країн, що розвиваються, в 1995-2017 рр.**

Отже, в розподілі світових валютних резервів спостерігається протиріччя: емітентами провідних світових валют є одні розвинуті країни, а головними власниками валютних резервів, необхідних для підтримки валютних співвідношень ключових валют, виступають інші країни. Саме тому реальні можливості використання офіційних резервів як інструменту валютних інтервенцій у більшості розвинутих країн в сучасних умовах значно зменшуються. Водночас, офіційні резерви залишаються необхідним важелем підтримки міжнародної валютної ліквідності країни та проведення операцій на світовому фінансовому ринку.

Довгий час в структурі міжнародних резервів важливе місце належало золоту. Однак ситуація останніми роками свідчить про продовження процесу угасання функцій золота як грошового матеріалу й міжнародного ліквідного засобу. Країни, що поповнюють резерви цих засобів, переважно роблять це за рахунок конвертованих валют, у той час як частішають випадки розпродажу частини офіційних золотих запасів. Це відноситься до індивідуальних резервів і поки що не поширюється на фонди дорогоцінного металу, що знаходяться в колективній власності деяких міжнародних організацій. Порівняно з 80-ми рр. процес демонетизації золота в 90-ті рр. ХХ ст. і на початку ХХІ ст. прискорився. За зазначений період сукупний світовий золотий запас, що знаходиться у власності офіційної влади, скоротився на 1,5 тис. тонн, тоді як за всі 80-ті рр. зменшення становило не більше 200 тонн. Більша частина золота знаходилася в сфері приватного споживання і накопичення. Дорогоцінний

метал, зосереджений в державних сховищах, становив лише чверть від загальної маси золота, накопиченого у світі.

Скорочення світових золотих резервів є результатом дій ряду країн, що не вважають більше можливим продовжувати зберігати фінансовий актив, який не приносить ніякого доходу, особливо в умовах знижувальної цінової кон'юнктури на дорогоцінний метал. У 90-ті роки активним продажем золота з державних запасів займалися Канада, Австралія, Нідерланди, Канада, Бельгія, Австрія. Загальна кількість проданого цими країнами металу перевищила 2 тис. тон, у зв'язку з чим офіційні золоті резерви Австрії, Бельгії і Австралії зменшилися вдвічі, Нідерландів – на 40%, тоді як Канада скоротила свій золотий запас майже вп'ятеро.

До початку XXI ст. золото витіснялося зі світового грошово-валютного механізму іншими ліквідними засобами і фінансовими активами. В 2000 р. частка золота в загальній сумі світових золотовалютних резервів складала близько 21% проти 29% у 1990 р. і 25% у 1995 р. Водночас, нерівномірність динаміки валютних курсів провідних світових валют породжує нерівномірність динаміки цін на золото та попиту на цей метал. Підвищення ступеню волатильності валютних ринків змушує суб'єктів світового господарства повертатися до традиційної форми збереження резервів, що проявляється у зростанні попиту на золото. Результатом курсових коливань, що спостерігаються останнім часом у співвідношенні ключових валют, стало суттєве коливання частки золота в структурі світових резервів.

У формуванні валютного компоненту офіційних резервів також спостерігаються зрушення, що проявляються в зміні структури кошика світових резервних валют. Переважна частка валютних резервів зберігається у доларах США, що відображено в таблиці 1.1.

*Таблиця 1.1*

**Структура офіційних валютних резервів країн світу в розрізі валют  
в 1995 – 2018 рр., %**

Валюта	1995	2000	2005	2010	2015	2018
Долар США	59	71	67	62	66	62
Євро (у 1995 р. – німецька марка і французький франк)	18	18	24	26	19	21
Японська єна	7	6	4	4	4	5
Фунт стерлінгів	2	3	4	4	5	4
Китайський юань	-	-	-	-	-	2
Інші валюти	14	2	1	4	6	6

*Джерело:* розраховано на основі даних Міжнародного валютного фонду

Водночас, досягнувши найбільшої питомої ваги в 2000 р., частка долара в структурі резервів поступово почала знижуватися з одночасним підвищенням ролі євро як світового резервного засобу. З кінця 2016 р. до переліку резервних валют було включено китайський юань.

Таким чином, забезпечення сучасної світової фінансової системи необхідними ліквідними активами в цілому покращується, що знаходить відображення у збільшенні обсягів світових золотовалютних резервів.

Водночас, в забезпеченні валютними резервами різних країн існують суттєві розбіжності. Найбільшими володарями офіційних резервів є країни далекогосхідного регіону, перш за все, Японія, Китай, Індія та нові індустріальні країни. Негативною тенденцією є скорочення міжнародних резервів країн – емітентів провідних світових валют (США та країн Єврозони).

В забезпеченості офіційними резервами країн, що розвиваються, спостерігається наступна закономірність: найбільшими володарями валютних активів виступають країни, рівень економічного розвитку яких є відносно більш високим (азійські країни, перш за все, Індія і Китай, країни Близького Сходу) і національні валюти яких є порівняно більш стабільними. Валюти ж найменш розвинених країн, попит на які є нестабільним і країни-емітенти яких не завжди мають відповідні фінансово-економічні передумови для досягнення валютної стабілізації, на практиці не мають необхідного забезпечення резервами, що значно зменшує можливості держав здійснювати валютні інтервенції і погіршує їх міжнародну валютну ліквідність.

В структурі офіційних резервів стабільно переважну частку займають резерви іноземних валют. Частка золотих запасів підвищується в ті періоди, які відзначаються погіршенням ситуації на світових валютних ринках. Включення країнами до складу міжнародних резервів іноземних валют є більш доцільним з точки зору можливості їх використання для проведення операцій з метою отримання прибутку. У валютній структурі офіційних резервів досі переважає долар США, хоча його частка відзначається стабільним зменшенням через все більше надання переваги єдиній європейській валюті як альтернативному світовому резервному засобу. Необхідність подальшого накопичення ліквідних валютних коштів країнами світу пов'язана з підвищенням ступеню нестабільності валютних систем і розвитком світової фінансової кризи. При цьому все більш актуальним напрямом управління офіційними валютними резервами країн є використання центральними банками при їх формуванні принципу диверсифікації.

### **Контрольні питання до теми 1**

1. Розкрийте сутність міжнародних фінансових відносин, визначте та охарактеризуйте складові елементи міжнародних фінансів.
2. Назвіть суб'єктів міжнародних валютно-фінансових відносин.
3. З'ясуйте призначення (функції) міжнародних фінансів.
4. Що представляють собою міжнародні потоки фінансових ресурсів? Визначте структуру фінансових ресурсів світу.
5. Визначте сутність та поясніть призначення золотовалютних резервів. Охарактеризуйте їх структуру.
6. Охарактеризуйте сучасні особливості розподілу офіційних резервів між країнами та регіонами світу.



## ТЕМА 2. ГЛОБАЛІЗАЦІЯ СВІТОВОГО ФІНАНСОВОГО СЕРЕДОВИЩА. СВІТОВІ ФІНАНСОВІ КРИЗИ

- 1. Вплив фінансової глобалізації на функціонування світового ринку капіталів і розвиток фінансових криз.**
- 2. Види та причини розвитку фінансових криз. Валютна криза.**
- 3. Системи раннього попередження валютних криз і механізм забезпечення стабільності національної валютної системи.**

### **1. Вплив фінансової глобалізації на функціонування світового ринку капіталів і розвиток фінансових криз.**

На початку XXI століття глобалізація стає відмітною рисою розвитку світового господарства, яка знаходить свій прояв у зростанні взаємозалежності національних економік, їх переплетенні і перетворенні на єдиний глобальний організм. Зі зростанням масштабів глобалізації відбуваються радикальні зміни у виробництві, торгівлі і фінансовому секторі. Глобалізація економіки є історичним процесом. Складовою частиною економічної глобалізації є фінансова глобалізація. Оскільки фінансові активи є найбільш мобільним видом ресурсів, то глобалізація на фінансовому ринку протікає більш швидкими темпами, ніж в інших сферах. В результаті формування єдиного світового фінансового ринку обсяги і швидкість переміщення фінансових капіталів зростають з кожним роком. Як результат, на сьогоднішній день фінанси є найбільш глобалізованими ресурсами світового господарства.

*Глобалізація* розглядається як процес перетворення світового господарства на єдиний ринок товарів, послуг, факторів виробництва.

*Глобалізація* є черговим етапом інтернаціоналізації, який ґрунтується на розвитку інформаційних технологій. Найсучасніші технології зв'язку й інформації створили якісно нові умови для руху капіталу, швидкого його переливу між країнами та регіонами світу. Сьогодні рухом фінансових потоків можна управляти з єдиного телекомунікаційного центру, засоби зв'язку між окремими підрозділами чи філіями транснаціональних компаній дають змогу оперативно змінювати стратегію діяльності, розширювати асортимент послуг і кількість операцій.

*Фінансова глобалізація* відображає сукупність транснаціональних потоків товарів, послуг, капіталів, технологій, інформації, інвестицій, а також виникнення глобальних проблем, розв'язання яких потребує міжнародного співробітництва. Інтеграційні процеси, що протікають на світовому фінансовому ринку, викликані розширенням міграційних потоків, зниженням трансакційних витрат, лібералізацією зовнішньоекономічної діяльності, бурхливим розвитком інформаційних технологій. Пом'якшення бар'єрів, що регулюють фінансові ринки, злиття різних сегментів та секторів міжнародного

ринку капіталу зумовили появу принципово нового процесу розвитку світових фінансів – конвергенції міжнародних ринків позикового капіталу.

Глобалізація викликала нову хвилю концентрації у світовій економіці. Злиття промислових корпорацій, транснаціональних банків, фінансових установ небанківського типу призвели до появи достатньо обмеженого кола учасників світового ринку капіталів.

Процес фінансової глобалізації має як позитивні, так і негативні наслідки. Позитивний її вплив полягає в тому, що відбувається вільне переміщення фінансових ресурсів; капітали спрямовуються в ті сфери, де вони використовуються найбільш результативно; підвищується якість і знижується вартість фінансових послуг; розширюється попит на світових ринках.

Процеси глобалізації призводять до значних змін у структурі світового господарства, сприяють розбудові та інтенсифікації різноманітних міжнародних зв'язків – у торгівлі, фінансовому секторі, інформаційному просторі. Очевидно, що така інтенсифікація сприяє підвищенню ефективності функціонування світової економічної системи, але водночас призводить до посилення взаємозалежності різних країн та підвищення рівня загальної економічної нестабільності, зокрема нестабільності міжнародного фінансового ринку. Глобалізація обмежує можливості урядів країн впливати на середовище національних фінансів і ефективно протидіяти фінансовим кризам.

В умовах глобалізації зростає взаємозалежність між національними економіками та станом світового фінансового ринку. З одного боку, з підвищенням відкритості національних економік національні фінансові сектори стають все більше залежними від процесів, що відбуваються на світових фінансових ринках. З іншого боку, економічні показники розвитку окремих країн здатні впливати на кон'юнктуру світового фінансового ринку (особливо це стосується найбільш активних учасників міжнародного ринку капіталів). Все це призводить до розвитку і поширення фінансових криз.

Основні характеристики більшості сучасних фінансових криз свідчать про тісний взаємозв'язок передумов виникнення цих криз із змінами міжнародної фінансової системи, спричиненими глобалізацією. До таких характеристик можна віднести, перш за все, наступні:

- зміни у напрямках міжнародного руху капіталу, що є невід'ємною ознакою фінансової нестабільності;
- суттєвий взаємозв'язок фінансових криз зі змінами у реальному секторі економіки, причому такі зміни та кризи, що є їх наслідками, можуть відбуватися в різних регіонах світу;
- швидкість поширення фінансових криз та їх наслідків, безпосереднє чи опосередковане охоплення такими кризами великої кількості країн.

Підтвердженням того, що особливості сучасного етапу розвитку світової фінансової системи призводять до значного підвищення рівня її нестабільності, яке проявляється у зростанні кількості міжнародних фінансових криз та збільшенні їх впливу на економіки країн світу, є численні фінансово-економічні кризи кінця ХХ ст. – початку ХХІ ст., зокрема, криза Європейської валютної системи 1992-1993 рр., латиноамериканська криза 1994-1995 рр., криза у

Південно-Східній Азії 1997-1998 рр. Також практично постійно одна чи кілька країн, що розвиваються, потерпають від фінансових криз локального характеру (Бразилія у 1997-1999 рр., Туреччина в 2000-2001 рр., Аргентина у 2001 р.).

Нестабільність світового фінансового ринку і розвиток фінансових криз можуть бути викликані різноманітними причинами, зумовленими процесами глобалізації. До таких причин, по-перше, слід віднести те, що у процесі перетворення закритого національного ринку на відкритий міжнародний, із зростанням кількості суб'єктів ринку, які належать до різних економічних систем, зростає різниця між рівнем поінформованості цих суб'єктів. Незважаючи на одночасне зростання рівня конкуренції та загальне поживлення інформаційних потоків, саме така інформаційна асиметрія є одним з визначальних факторів у процесі розвитку нестабільності фінансових систем. Особливо актуальною проблема нестачі інформації є для країн, що розвиваються, внаслідок нерозвиненості ринкової інфраструктури.

По-друге, результатом фінансової лібералізації, яка є невід'ємною складовою глобалізаційних процесів, стає зростання обсягів міжнародних фінансових операцій і збільшення обсягів надходження іноземного капіталу до окремих країн (переважно у вигляді короткострокових спекулятивних інвестицій чи короткострокових позичок). В результаті суттєво зростає залежність національних економік від іноземного кредитування, водночас, в його обсягах спостерігаються значні коливання. Особливо помітною ця тенденція є в країнах, що розвиваються, оскільки в процесі лібералізації режим діяльності їх фінансових ринків змінюється більшою мірою.

Внаслідок розвитку процесів фінансової глобалізації та відповідних змін у світовій фінансовій системі створюються умови для більш ефективного розподілу заощаджень та інвестицій між країнами, відбувається збільшення обсягів надходження іноземного капіталу до країн, які цього найбільше потребують. Водночас, спостерігається і відповідне підвищення ступеня нестабільності міжнародних фінансових потоків, пов'язане з можливістю несподіваних змін у напрямках та масштабах руху капіталу.

Одним з чинників зростання мінливості потоків капіталу і нестабільності фінансового ринку виступає також збільшення кількості інституціональних інвесторів, здатних в умовах глобалізації проводити транскордонні операції з акумуляції та розміщення значних обсягів фінансових ресурсів.

Нарешті, в умовах глобалізації збільшується ступінь конвергенції між національними та міжнародним фінансовими ринками. При цьому наслідки впливу міжнародного ринку на національні можуть суперечити внутрішнім фундаментальним показникам національних економік країн. При цьому зміна ситуації на міжнародних фінансових ринках безпосередньо впливає на внутрішні економічні показники. У разі наявності зовнішньоекономічних відносин у торговельній або фінансовій сферах зміна макроекономічних показників (процентної ставки, обмінного курсу, капіталізації фондового ринку тощо) в одній країні позначиться на економічній ситуації в іншій країні. Навіть за відсутності безпосередніх зв'язків погіршення стану одного із суб'єктів

світової фінансової системи змінює ситуацію на світовому ринку, а отже, впливає на привабливість іншого суб'єкта для міжнародних інвесторів.

Глобалізація відчутно впливає на швидкість поширення фінансових криз між державами. Причому таке поширення може бути спричинене як фундаментальними економічними зв'язками між країнами (торговельними, інвестиційними тощо), так і психологічними чинниками (такими, наприклад, як панічна поведінка інвесторів). Панічна поведінка учасників ринку, зумовлена певною мірою глобалізацією інформаційного простору, відіграє надзвичайно важливу роль у процесі розвитку міжнародних фінансових криз. Зовнішні події можуть швидко змінити ставлення учасників ринку до тієї чи іншої національної економіки, відповідно різко змінюється її привабливість і стан платіжного балансу країни. Таке ставлення поширюється на всі країни з приблизно однаковим ступенем розвитку, і реальна криза в одній країні асоціюється з потенційною кризою в інших.

Одним з найбільш суперечливих процесів у ході глобалізації світового фінансового ринку є *фінансова інтеграція* – процес об'єднання фінансових капіталів в одному центрі, в результаті чого спостерігається укрупнення елементів інфраструктури світових ринків капіталу на основі концентрації.

Так, не чекаючи регіонального чи наднаціонального рішення, а виходячи із сучасної ситуації у фінансовій сфері, фондові біржі Європи продемонстрували новітні тенденції не лише укрупнення, а й закладення основ бази нової світової фінансової архітектури. Наприкінці березня 2000 року, намагаючись дати опір конкуренції з боку глобальної фондової біржі, яка успішно функціонує в Інтернеті, три європейські фондові біржі – Паризька, Амстердамська і Брюссельська – оголосили про своє злиття (це об'єднання французької, голландської та бельгійської фондових бірж дістало назву Euronext). У результаті в Єврозоні досить швидко формується найбільший за обсягами фондовий ринок. Але на континенті він поступатиметься Лондонській фондовій біржі, яка не втратила своїх домінуючих позицій навіть після невходження Великобританії до Єврозони.

Нинішній процес формування потужних біржових структур, укрупнених концернів, великих банківських і промислових конгломератів як у Західній Європі, так і в Сполучених Штатах можна вважати передоднем формування інфраструктури глобального ринку й упорядкування світового фінансового середовища з урахуванням новітніх потреб усієї валютно-фінансової системи. Контури такого ринку окреслилися – це формування міжатлантичного торгового простору, де ключовими елементами будуть Франкфуртська й Лондонська фондові біржі, CBOT (Chicago Board of Trade) та NASDAQ.

В епоху глибоких зрушень в інформаційних, телекомунікаційних, комп'ютерних технологіях слід шукати способів розумного регулювання міжнародних потоків капіталу, щоб звести до мінімуму їхні руйнівні наслідки. Недосягнуті консенсуси щодо створення новітньої фінансової системи поступово призводять до того, що більшість країн не прагне до спільного ринку, намагаючись при цьому зберегти переваги міжнародної інтеграції. Усе це сприяло процесу регіоналізації – економічної інтеграції країн за

регіональними ознаками (створення Європейського валютного союзу, зон вільної торгівлі, митних союзів, економічних союзів тощо). Ці процеси, з одного боку, сприяють подальшій інтернаціоналізації міжнародних ринків капіталу, а з іншого – дозволяють уникнути багатьох недоліків глобалізації. Зокрема, однією з найбільш розповсюджених причин приєднання країн до процесів регіональної фінансової інтеграції є зменшення ймовірності розвитку фінансової кризи за рахунок проведення спільної політики регулювання фінансових ринків всередині угруповання.

Отже, роль фінансової глобалізації зводиться переважно до створення інституціональних та організаційних умов для поширення кризових явищ, виникнення яких зумовлене об'єктивними макроекономічними чинниками в окремих країнах. Тому ризик фінансової нестабільності, що супроводжує процеси глобалізації, може бути суттєво знижений у результаті раціональної макроекономічної політики, міжнародного співробітництва та подальшого вдосконалення архітектури світової фінансової системи.

## **2. Види та причини розвитку фінансових криз. Валютна криза.**

Результатом формування єдиного світового ринку фінансових послуг стало постійне зростання обсягів та швидкості переміщення фінансових ресурсів. Серйозні проблеми, пов'язані з глобалізацією, полягають в тому, що періоди вкладання капіталу змінюються на періоди його відтоку. З різних причин (економічних, політичних, спекулятивних) інвестори приймають рішення про вилучення капіталу, що можуть вплинути на виникнення фінансових криз в окремих країнах, які в умовах глобалізації переростають у регіональні та світові кризи.

**Фінансові кризи** можна розглядати як результат порушень у фінансовій сфері або в господарському механізмі, який виявляється у ситуації, коли економіка стає слабко захищеною від шоків впливів.

Сучасні фінансово-економічні кризи можуть бути різних типів:

- *валютна криза* – ситуація, коли в результаті спекулятивних заходів національна валюта девальвує (або різко знецінюється), що призводить до реалізації певних заходів із захисту національної грошової одиниці: витрачання валютних резервів на здійснення інтервенцій або підвищення офіційної ставки рефінансування;

- *банківська криза* – ситуація, коли банки припиняють погашення виставлених до них вимог, тобто критично знижується ліквідність банківської системи;

- *системна фінансова криза* – ситуація, коли нестабільність в роботі фінансових ринків підриває функціонування цих ринків і здійснює дестабілізуючий вплив на реальний сектор економіки;

- *криза зовнішньої заборгованості* – ситуація, коли країна не в змозі обслуговувати зовнішню заборгованість і основні показники її платоспроможності знижуються до критичного рівня;

- *криза грошового обігу* – ситуація порушення балансу між грошовим та товарним обігом, розладу грошових розрахунків;

- *фондова криза* – ситуація зниження активності на фондовому ринку, падіння курсу цінних паперів [62].

Причиною фінансових криз може стати втрата довір'я суспільства до національної валюти або банківської системи, викликана зміною рівня цін, скороченням кредитування, розбалансованістю економіки та іншими подіями або явищами. Кризоутворюючим чинником можуть стати дії великих валютних спекулянтів, які, здійснюючи управління фондами розміром в десятки мільярдів доларів, можуть підірвати фінансові ринки різних країн. Разом з тим треба мати на увазі, що не всі фінансові потрясіння можна віднести до категорії фінансової кризи. Існують і псевдокризові явища – ситуації, коли фінансові шоки не здійснюють негативного впливу на платіжний механізм країни та її економічний стан.

Частота та конкретні прояви фінансових криз значно різняться в країнах з різним рівнем економічного розвитку. Використовуючи досвід розвитку 53 країн світу (22 розвинутих країн і 31 країни з ринками, що розвиваються) з 1975 по 1997 роки, спеціалісти МВФ дослідили фінансово-економічні кризи. Дослідження дозволило зробити наступні висновки:

- в період з 1975 по 1997 рік світова економіка пережила 158 валютних та 54 банківських кризи. В 55 випадках валютні кризи закінчилися валютними крахами, пов'язаними з офіційною девальвацією або різким знеціненням національної валюти;

- частота валютних криз на ринках, що розвиваються, виявилася вдвічі вищою, ніж у промислово-розвинутих країнах, а по банківським кризам ця різниця є навіть більш суттєвою;

- в 1975 – 1986 рр. переважали валютні кризи, викликані або ціновими шоками на світових ринках (середина 70-х років), або латиноамериканською борговою кризою (перша половина 80-х років), а в 1987 – 1997 роках домінували банківські кризи;

- у більшості розвинутих країн рівень витрат на стабілізацію валютного ринку або банківської системи склав менше 10% ВВП, тоді як в країнах з ринками, що розвиваються, він був набагато вищим і досягав 40% ВВП.

Іноді елементи валютної, банківської і боргової криз можуть бути присутніми одночасно. Криза одного типу може трансформуватися в кризу іншого роду. Так, на початку 80-х років в Латинській Америці боргова криза викликала банківську, а в 1997 році у Південно-Східній Азії валютна криза спровокувала банківську та боргову.

Як правило, фінансова криза в країні або безпосередньо пов'язана з погіршенням ситуації на валютному ринку, або тим чи іншим чином позначається на стані валютних відносин, тому у більшості випадків потрясіння у фінансовому секторі мають характер валютно-фінансових криз.

*Валютну кризу* (валютне потрясіння, валютний шок) передусім, пов'язують з падінням курсу національної валюти. Зокрема, валютна криза розглядається як швидке номінальне знецінення валюти мінімум на 25% або 10%-не зростання рівня її знецінення. Валютне потрясіння також визначається як падіння курсу національної валюти на 25-30% і більше, яке відбувається за декілька місяців паралельно з різким скороченням валютних резервів. Іноді при трактуванні поняття валютної кризи не обмежуються темпами знецінення валюти, а додають ще й показник зростання процентної ставки, яке відбувається за умов успішно відбитих спекулятивних атак.

Емпіричні дані показують, що економіки країн, що розвиваються, більше схильні до валютно-фінансових потрясінь, ніж ринки розвинутих країн. В країнах, що розвиваються, також більш масштабними виявляються негативні наслідки валютних потрясінь. Зокрема, валютні кризи в країнах, що розвиваються, призводять до більш помітного уповільнення темпів економічного зростання, що наведено в табл. 2.1.

Таблиця 2.1

**Зростання реального ВВП і дефіциту балансу поточних операцій по відношенню до ВВП до, під час і після валютної кризи за групами країн, %**

Група країн	Рік перед валютною кризою	Рік валютної кризи	Рік після валютної кризи	Зміна (4-2)
	Реальний ВВП			
Країни, що розвиваються	3,61	1,27	1,62	-1,99
Розвинуті країни	1,73	1,49	1,58	-0,15
Різниця	1,88	-0,22	0,04	-1,84
	Дефіцит балансу поточних операцій по відношенню до ВВП			
Країни, що розвиваються	-4,46	-3,97	-1,39	3,07
Розвинуті країни	-2,84	-3,06	-2,10	0,74
Різниця	-1,62	-0,91	0,71	2,33

Джерело: [142]

Внаслідок валютної кризи в країнах, що розвиваються, як правило, більш істотно підвищується незбалансованість рахунку поточних операцій платіжного балансу. Хоча в результаті кризи може зменшитись негативне сальдо балансу (значна девальвація національної валюти буде стимулювати експорт), цей ефект може бути недовготривалим, і після деякого покращення стану платіжного балансу спостерігатиметься зростання від'ємного сальдо.

Валютна криза в країнах, що розвиваються, з більшим ступенем вірогідності може призвести до втрати країною доступу на міжнародні ринки капіталів, оскільки кредитний рейтинг цих країн в таких випадках, як правило, падає більш помітно, ніж в розвинутих країнах. Кредитні рейтинги, що надаються провідними міжнародними рейтинговими агенціями, дозволяють оцінити ступінь ризику інвесторів та кредиторів при вкладенні коштів у цінні папери суб'єктів національної економіки. В результаті валютної кризи

ризикованість таких вкладень значно зростає. Так, ймовірність зниження незалежного кредитного рейтингу Moody's в перші 6 місяців після валютної кризи в країнах, що розвиваються, дорівнює 20,0%, тоді як для розвинених країн цей показник становить 10,0%. Вірогідність зниження рейтингу Moody's протягом 12 місяців після валютного потрясіння для країн, що розвиваються, зростає до 26,7%, а для розвинених країн залишається на рівні 10,0%. Крім того, в країнах, що розвиваються, існує ймовірність неодноразового зниження рейтингу в перші 12 місяців після кризи (6,7%).

Валютні кризи в окремих країнах мали місце ще в XIX ст. Однак їх особливістю був локальний характер розповсюдження кризових явищ. Сучасні валютні шоки в силу розвитку процесів фінансової глобалізації часто приймають характер регіональних або глобальних криз. Першою валютною кризою, яка була породжена внутрішніми та зовнішніми причинами і мала негативні наслідки для великої кількості країн, набираючи глобальних масштабів, вважається валютна криза 1997-1998 рр. в країнах Південно-Східної Азії.

*Основними передумовами розвитку кризи в країнах Південно-Східної Азії були наступні:*

1. Недосконалість валютної політики, зокрема, режиму курсоутворення. Валюти більшості країн регіону були тривалий час прив'язані до долара США. Стабільне зростання курсу долара протягом 3 останніх перед кризою років призвело до суттєвого зменшення експорту товарів з країн регіону, а зниження граничних валютних норм сприяло доларизації національних фінансових ринків. Крім того, прив'язка національних валют до долара розглядалась в якості гарантії того, що девальвації не відбудеться. Це стимулювало позики в іноземній валюті і призвело до підвищення ступеню валютних ризиків.

2. Значна залежність національних економік від іноземного капіталу. Швидкий розвиток економік країн регіону призвів до збільшення припливу в них іноземного капіталу у вигляді прямих і портфельних інвестицій.

3. Активізація валютних спекулянтів. В умовах завищеного валютного курсу, існування значної зовнішньої заборгованості і недостатнього розвитку фінансових ринків зростали масштаби спекулятивних операцій з національними валютами країн Південно-Східної Азії.

Різка зміна підвалин курсової політики призвела до зменшення довіри іноземних суб'єктів до національних валют азійських країн і викликала відтік короткострокових капіталів, в результаті чого відбулося істотне зниження обмінних курсів національних валют відносно долара США у 1997-1998 рр.

Особливо помітним є зниження під час дії кризи курсу валют країн Південно-Східної Азії (Індонезії на 20% і Таїланду на 89%) у порівнянні з динамікою курсів валют інших азійських країн (в 1997 р. китайський юань подорожчав на 0,17%, а індійська рупія стала дешевшою на 1,31% порівняно з 1996 р.). При цьому наслідки кризи продовжували діяти ще кілька років: країнам Південно-Східної Азії вдалося досягти відносної стабільності національних валют тільки в 2001 р., починаючи з якого в динаміці обмінних курсів спостерігаються менші коливання.



Наступним регіоном, в якому спостерігалася висока частота валютних потрясінь, є Латинська Америка. Найбільш масштабними вважаються валютні кризи в Мексиці (1994-1995 рр.), в Бразилії (1999 р.) і в Аргентині (2002 р.). Хоча кризи розвивалися в різний час і в різних країнах, знову головною ознакою валютних потрясінь слугувало значне падіння курсу національних валют відносно долара США. Основними причинами валютних криз в Мексиці та Бразилії виступають ті ж чинники, що згодом призвели до розвитку азійської кризи (прив'язка валют до долара США з наступним різким переходом до режиму плаваючого курсу, імпорт у великих обсягах іноземного капіталу, значний зовнішній борг). В основі фінансової кризи в Аргентині також значною мірою знаходились прорахунки у валютно-курсовій політиці. Режим валютного правління, що використовувався в країні, підвищував ризик переоцінки національної валюти, оскільки уряд не міг використовувати політику коригування курсу для пристосування економіки до зовнішніх потрясінь.

Валютно-фінансова криза в Мексиці мала наслідки в багатьох інших країнах, зокрема, зачепила більшість фондових та валютних ринків, що розвиваються. Азійська криза негативно вплинула на всі фінансові ринки світу; криза в Бразилії викликала реакцію в провідних міжнародних фінансових центрах (на біржах Нью-Йорка, Лондона, Парижа, Токіо). Особливістю фінансових потрясінь в Аргентині було те, що на відміну від мексиканської, азійської і бразильської криз, аргентинська криза носила регіональний характер (її негативні наслідки поширилися переважно на країни Латинської Америки: курси майже всіх національних валют знизились відносно долара США, але не в таких масштабах, як курс песо) і не мала істотних негативних наслідків в інших регіонах світу.

Подібною до фінансових потрясінь в Аргентині за масштабами розповсюдження негативних наслідків була валютна криза в Туреччині в 2001 році. До кризи Туреччина використовувала режим повзучої прив'язки національної валюти. В результаті кризи турецька ліра девальвувала на 116% по відношенню до долара США, і Туреччина, що була не в змозі підтримувати фіксований курс, перейшла на режим плаваючого курсу. Незважаючи на суттєве погіршення показників економічного розвитку країни внаслідок кризи (реальний ВВП скоротився з 7,4% в 2000 р. до -7,5% в 2001 р.), міжнародні фінансові ринки ніяк не прореагували на турецьку кризу, хоча, виступаючи великими ринками, що розвиваються, Туреччина і Аргентина могли б поширити такий самий негативний вплив, як мексиканська або азійська криза.

Що стосується інших регіональних груп країн, що розвиваються, то якщо окремі коливання кон'юнктури валютного ринку й мали місце, характеру валютних криз вони не набували. Відсутність валютно-фінансових потрясінь в країнах Близького Сходу і Африки, які б набували характеру повномасштабних валютних криз і розповсюдили свої негативні наслідки на інші країни, можна пояснити меншим ступенем інтеграції цих країн в світове господарство, меншою відкритістю національних фінансових ринків, певною замкненістю окремих економік, а в деяких випадках – відсутністю повноцінних національних валют.

Отже, валютні кризи, які мали місце на ринках, що розвиваються, були викликані як зовнішніми чинниками, так і прорахунками у внутрішній валютній політиці. Головним чинником валютних потрясінь у більшості випадків слугував вибір невірних орієнтирів в політиці курсоутворення (наприклад, необгрунтована фіксація курсу), оскільки майже всі розглянуті кризові явища розвивалися у країнах з традиційною фіксацією курсу національної валюти. Тому програма антикризових заходів перш за все знаходила відображення у відповідному коректуванні національної валютної політики і, зокрема, стосувалась зміни фіксованого режиму курсоутворення на плаваючий. Валютні кризи, що сталися після азійської кризи 1997 р. і бразильської кризи 1999 р., вже не мали таких глобальних наслідків саме тому, що останнім часом велика кількість країн, що розвиваються, перейшли до гнучкого курсоутворення, і плаваючий курс національних валют слугує своєрідним буфером для зовнішніх потрясінь.

Одним з негативних наслідків бурхливого розвитку процесів глобалізації у фінансовій сфері є зростання ймовірності розвитку глобальних криз через розширення мережі фінансових взаємозв'язків між країнами світу. Сучасний етап розвитку глобальної фінансової кризи розпочався восени 2008 року. Початком кризи вважається банкрутство у вересні 2008 р. інвестиційного банку в США Lehman Brothers. Ця подія підірвала фінансові ринки та зруйнувала довіру до банківської системи, при цьому ознаки кризи швидко розповсюдилися по всіх країнах світу.

*Основними чинниками, що сприяли розвитку сучасної фінансової кризи, стали наступні:*

- політика дешевих грошей (протягом останніх перед кризою років Федеральна Резервна Система проводила політику надмірного зниження процентних ставок);
- перевиробництво основної світової валюти – долара США;
- швидкий розвиток іпотечного кредитування;
- надмірно ліберальна система регулювання фінансових ринків.

Характерною рисою сучасної кризи стало те, що фінансові потрясіння викликали потрясіння у реальному секторі економіки і стали причиною глобальної рецесії. Отже, наслідки кризи відчули на собі не тільки банки та інші фінансово-кредитні установи, але й підприємства нефінансового сектору.

Таким чином, зміни у світовій фінансовій системі, зумовлені процесами глобалізації, крім позитивних результатів, таких як рівномірний розподіл інвестицій, фінансування дефіциту платіжного балансу, поширення новітніх технологій тощо, сприяли і зростанню фінансової нестабільності. За рахунок полегшеного доступу до інформації, більшої залежності окремих країн від іноземного інвестування, кон'юнктури міжнародних фінансових та товарних ринків глобалізація посилює диспропорції, притаманні внутрішнім ринкам, що великою мірою позначається на частоті виникнення міжнародних фінансових криз. Тому одним з наслідків глобалізації можна вважати надзвичайно швидке поширення різноманітних фінансових криз та збільшення кількості країн, які

підпадають під їх дію. Підтвердженням цього є численні фінансові кризи останніх років, більшість з яких можна вважати глобальними.

При цьому глобалізація значно більше впливає на рівень стабільності фінансових систем країн, що розвиваються. Адже ринки саме цих країн у процесі глобалізації зазнають більших змін (через уніфікацію національного законодавства із законодавством розвинутих країн, збільшення кількості учасників фінансового ринку, приплив іноземних інвестицій тощо). Незважаючи на дедалі глибшу інтеграцію до світової економіки країн, що розвиваються, структура потоків капіталу до них, тобто головним чином короткострокових позичок у провідних світових валютах, призводить до значної невідповідності вимог і зобов'язань зазначених країн як за термінами, так і за валютою позичок, що є досить важливим фактором фінансової нестабільності.

Велике значення для подолання кризи в короткі терміни, зведення до мінімуму негативного впливу як на національну економіку, так і на світове господарство, має швидка реакція урядів держав. Валютно-фінансовій кризі можна запобігти, якщо економіка має достатній запас міцності проти фінансових потрясінь. Ступінь захищеності або незахищеності економіки від фінансових шоків в значній мірі залежить від ефективності економічної політики і рівня зрілості національної економіки. Формування ефективного національного механізму протидії фінансовій кризі в кожній країні, що є учасницею світового фінансового ринку, значно зменшить вірогідність розгортання глобальної фінансової кризи і буде сприяти підвищенню стабільності міжнародних ринків капіталу.

### **3. Системи раннього попередження валютних криз і механізм забезпечення стабільності національної валютної системи.**

В сучасних умовах розвитку світового господарства ймовірність виникнення і розповсюдження негативних наслідків фінансово-економічних криз постійно зростає. Важливе значення у системі врегулювання фінансово-економічних криз має можливість вчасно передбачити та оцінити ймовірність потрясінь в економіці. Так, підприємства, які змогли передбачити наближення сучасної фінансової кризи, вчасно виробили превентивні заходи щодо мінімізації її негативних наслідків і тим самим зберегли значну частку свого капіталу. Отже, від своєчасного виявлення ознак фінансових потрясінь залежить і нормальна життєдіяльність реального сектору економіки.

*Системи попередження фінансових криз*, як правило, базуються на здійсненні моніторингу за певним набором економічних показників, зміни в яких можуть передвіщати розвиток економічних шоків.

Від правильного вибору показників, які повинні стати об'єктами спостереження, залежить можливість вчасно виявляти ознаки дестабілізації економіки. У зв'язку з цим, актуальним є питання переоцінки чинників, що сприяють розвитку валютних криз, і удосконалення систем раннього попередження, які б вчасно сповіщали про можливі труднощі на валютних ринках. Результати, отримані при застосуванні таких систем, можна звести в

сукупний показник вразливості. На базі визначення таких показників можна скласти рейтинги вразливості як окремих економік, так і груп країн. Наявність схожих рис розвитку валютних криз, що мали місце в різні роки в різних країнах, дозволяє виділити головні елементи (основні показники, що мають стати об'єктом моніторингу) системи раннього попередження.

Як правило, незадовго до кульмінації валютної кризи офіційні валютні резерви країни можуть скоротитися до критичного рівня (покривати менше 3 місяців імпорту), а абсолютні та відносні показники зовнішньої заборгованості можуть суттєво перевищувати оптимальні значення. Крім того, важливими об'єктами моніторингу є такі показники, як стан платіжного балансу країни і внутрішня макроекономічна ситуація. Проте спостереження за цими показниками має свої недоліки. Так, ступінь вразливості економіки, що визначається на основі показника міжнародних резервів, може різнитися в залежності від довіри іноземних інвесторів до відповідної країни та ймовірності розповсюдження кризи з однієї країни в іншу. Якщо основні макроекономічні показники країни знаходяться на нормальному рівні, а ситуація на міжнародних фінансових ринках є сприятливою, то зростання суми платежів за зовнішнім боргом в певний період може бути пов'язане зі збігом термінів погашення зобов'язань і не буде свідчити про розгортання кризи. Водночас, якщо інвестори не виявляються довіри до національного фінансового ринку і значним є дефіцит платіжного балансу, навіть значні за обсягами офіційні резерви можуть швидко скоротитися.

Аналіз інших важливих симптомів розвитку валютної кризи пов'язаний з вивченням ситуації на міжнародних фінансових ринках, зміна котирувань на яких може вказувати на зростання ризику. Так, внаслідок очікування девальвації національної валюти зростає диференціал процентних ставок за активами, вираженими в національній та іноземних валютах. Негативні очікування інвесторів можуть призвести до відкликання ними коштів з боргових інструментів, в результаті чого зросте спред за облігаціями Брейді (понад 50-100 b.p.) і впадуть фондові котирування.

Для оцінки схильності економіки до валютних потрясінь в існуючих системах раннього попередження валютних криз наразі використовуються такі традиційні індикатори, як основні макроекономічні показники, що характеризують внутрішній стан (темпи інфляції і реальний ВВП, сальдо державного бюджету, рівень кредитування економіки) і зовнішньоекономічні позиції країни (стан платіжного балансу, міжнародні резерви, зовнішній борг, реальний валютний курс), та показники кон'юнктури міжнародних фінансових ринків (диференціал процентних ставок, фондові котирування, спред за облігаціями Брейді).

Зі змінами на міжнародних валютних ринках доцільно розширити діапазон основних економічних показників, які оцінюються. Система раннього попередження валютних криз повинна базуватися на оцінці як традиційних індикаторів розвитку фінансових ринків та національної економіки в цілому, так і додаткових показників, таких як стан банківського сектору, показники вразливості національної валюти та показники ринкових настроїв. Так, більше

уваги необхідно приділяти моніторингу стану банківської системи з метою виявлення ознак напруженості в банківському секторі. Оскільки банки є основними фінансовими посередниками, у тому числі на валютному ринку, погіршення показників їх роботи може свідчити про погіршення кон'юнктури фінансового ринку, що може розглядатись як один з можливих індикаторів валютно-фінансового потрясіння.

Об'єктом моніторингу повинні також стати показники поточної вразливості національної валюти, які визначають можливість її захисту у випадку спекулятивної атаки. Таким показником може слугувати рівень покриття міжнародними резервами короткострокових зовнішніх та внутрішніх зобов'язань. Цей показник може бути доповнений іншими даними, зокрема, про наявність додаткових джерел фінансування зобов'язань (наприклад, форвардної позиції центрального банку, інших державних та приватних установ, кредитних ліній тощо).

Одним з головних чинників, що сприяли розвитку фінансових криз в країнах, що розвиваються, є надмірна залежність національних економік від іноземного капіталу. Саме тому особлива увага має приділятися оцінці масштабів іноземного фінансування економіки. Паралельно можуть вестися спостереження за обсягами руху спекулятивного капіталу, міграція якого може спровокувати нестабільність на фінансовому ринку і тиск на національну валюту країни.

Велике значення для оцінки швидкості розповсюдження фінансових потрясінь і їх впливу на реальний сектор економіки має ступінь розвиненості національного фінансового ринку. Так, у країнах, де фінансовий ринок поки що не відіграє помітної ролі у функціонуванні реального сектору, вплив дестабілізації фінансового сектору на реальну економіку здійснюється повільніше, ніж у розвинутих державах. Разом з тим, фінансові ринки вважаються випереджувальним індикатором того, що у близькому майбутньому може відбуватися з реальним сектором економіки.

В якості окремого блоку індикаторів – об'єктів фінансово-економічного моніторингу можна виділити показники розвитку економіки США, зважаючи на провідні позиції, які займають Сполучені Штати у міжнародній торгівлі і на світовому фінансовому ринку, та роль долара як світової торгової та резервної валюти. Економічна політика США справляє вплив не тільки на стан внутрішнього ринку, але й має наслідки для більшості країн світу, а траєкторія курсу долара визначає кон'юнктуру світових фінансових ринків.

Важливу роль в системах раннього попередження можуть відігравати показники ринкових настроїв, які характеризують події економічного, політичного та соціального життя в інших країнах, що можуть викликати ефект ланцюгової реакції. Основною проблемою при використанні таких показників є те, що вони важко піддаються вимірюванню. Для того, щоб система раннього попередження валютних криз діяла ефективно, основні показники – об'єкти моніторингу повинні бути зіставними в часі і між країнами. Багато чинників, які слугують надійними індикаторами валютних потрясінь, важко піддаються кількісній оцінці або можуть бути виміряні тільки зі значною погрішністю. Для

часткового розв'язання проблем, пов'язаних з вимірюванням якісних показників діагностики схильності економіки до валютної кризи, можна широко використовувати методи експертних оцінок.

Розглянуту систему прогнозування фінансово-економічних потрясінь можуть використовувати державні органи, а також аналітики окремих компаній, що займаються питаннями управління ризиками, як повністю, так і частково. Однак дієвість такої системи визначається саме комплексним спостереженням та оцінкою всіх запропонованих індикаторів.

Таким чином, інформація фінансово-економічного моніторингу за всіма розглянутими індикаторами надає вихідні дані для безперервного комплексного аналізу потенційних факторів ризику і вразливості економіки країни. При аналізі поточного стану індикаторів, що включено до складу системи прогнозування фінансово-економічних криз, можна як використовувати загальноприйняті методи оцінки, так і розробляти власні методики, зокрема такі, що базуються на експертних оцінках. Так, аналіз стану зовнішньої заборгованості може здійснюватися на основі традиційних показників платоспроможності країни, що використовуються Світовим банком або іншими міжнародними організаціями. Оцінка стану банківського сектору може проводитись за допомогою таких систем діагностики, як рейтингові системи оцінки банків, системи фінансових коефіцієнтів та групового аналізу, комплексні системи оцінки банківських ризиків, статистичні моделі тощо.

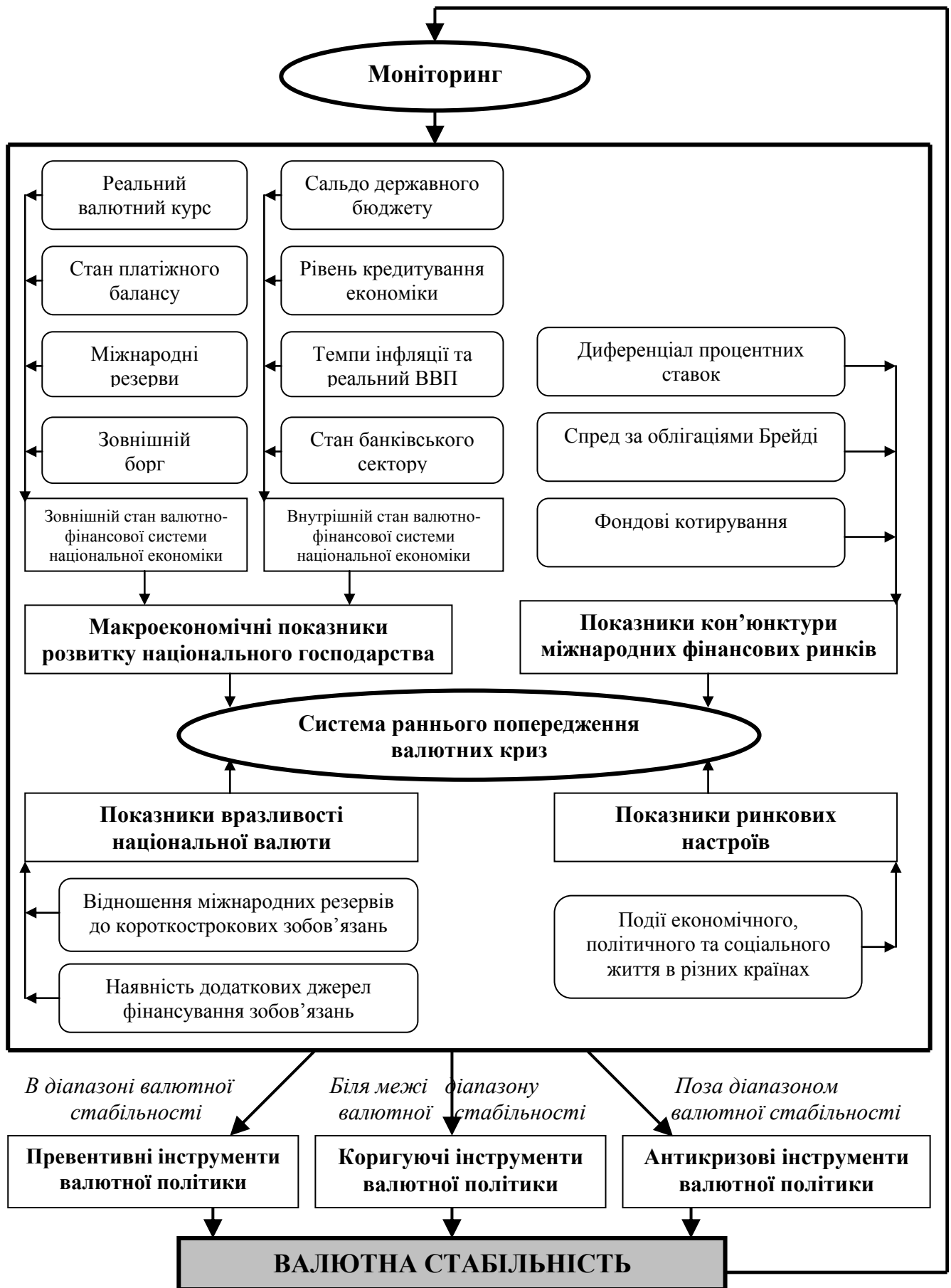
При цьому за всіма показниками, які можуть застосовуватись для діагностики вразливості країни до фінансової кризи, необхідно визначити, який саме їх рівень може слугувати симптомом реального розвитку кризи, оскільки в економіці будь-якої країни часто мають місце так звані псевдокризові явища, які не потребують впровадження серйозних антикризових дій, а лише вимагають деяких заходів державної політики, що мають характер коригування.

Для того, щоб розробка та впровадження системи ідентифікації валютних потрясінь були ефективними, необхідно їх проводити в комплексі з іншими заходами валютної політики. Зокрема, система раннього попередження валютних криз може стати елементом загального механізму забезпечення стабільності національної валютної системи. Досягнення валютної стабільності є однією з головних цілей національної валютної політики.

*Валютну стабільність* пов'язують з відсутністю валютних потрясінь в національній економіці, так і з відповідністю валютної системи наступним основним *вимогам*:

- здійснення ефективного розподілу фінансових, і зокрема, валютних ресурсів, сприяння розвитку реального сектору;
- вчасна ідентифікація, оцінка валютних ризиків і управління ними;
- виконання вищезазначених функцій навіть в умовах розвитку кризових явищ внутрішнього або зовнішнього характеру.

Механізм забезпечення стабільності національної валютної системи повинен поєднувати в собі елементи аналізу валютно-фінансового та загальноекономічного середовища і систему відповідних заходів валютної політики, що наведено на рис. 2.1.



**Рис. 2.1. Механізм забезпечення стабільності національної валютної системи**

Реалізація зазначеного механізму збереження валютної стабільності в країні забезпечить виконання наступних завдань:

- 1) своєчасне виявлення можливих чинників вразливості валютної системи до того, як вони призведуть до серйозних порушень у її роботі;
- 2) використання превентивних або коригуючих інструментів задля уникнення валютно-фінансової нестабільності;
- 3) відновлення стабільності валютної системи у випадку недієвості превентивних інструментів через застосування антикризових важелів валютної політики.

Оскільки валютна система функціонує в загальному макроекономічному середовищі країни і складається з кількох пов'язаних елементів (валютного ринку, фінансових установ і валютно-фінансової інфраструктури), порушення у механізмі функціонування одного з елементів або загальноекономічні потрясіння можуть стати причиною дестабілізації всієї системи. Зважаючи на це, механізм досягнення валютної стабільності, перш за все, повинен базуватися на постійному моніторингу за станом вказаних елементів.

Дані валютно-фінансового моніторингу є вихідними даними для безперервного комплексного аналізу потенційних факторів ризику і вразливості валютної системи, зокрема, для застосування системи раннього попередження валютних криз. Наступним кроком є прийняття відповідних заходів валютної політики, характер яких буде обумовлюватись станом валютної системи.

У випадку, коли валютна система знаходиться в діапазоні стабільності і скоріше за все буде залишатися в ньому в найближчий час, інструменти валютної політики мають носити превентивний характер і спрямовуватися на підтримку стабільності методами ринкової дисципліни, офіційного нагляду та проведення ефективної макроекономічної політики. За умов знаходження валютної системи в діапазоні стабільності, але поступового її зміщення ближче до його межі (наприклад, якщо сталися певні зміни за межами валютної системи або в самій системі спостерігаються перші ознаки розбалансування), збереження стабільності може вимагати заходів коригування, зокрема, через посилення нагляду за елементами валютної системи або внесення певних змін до макроекономічної політики. На практиці ця стадія розвитку валютної системи є найменш ярко вираженою, а отже, досить складною для регулювання. Чинники нестабільності, яка ще в повному обсязі не проявилася, важко точно оцінити, і тому складніше визначити відповідні інструменти коригування. У випадку, коли валютна система не може виконувати свої функції внаслідок її виходу за межі діапазону стабільності, заходи валютної політики повинні бути спрямовані на відновлення стабільності, у тому числі, шляхом застосування механізму подолання кризи (він може включати широкий спектр заходів від тимчасового введення жорсткого адміністративного регулювання валютних відносин до проведення валютно-грошової реформи).

Кінцевою метою реалізації цього механізму є недопущення переростання валютного потрясіння в системну фінансову кризу або в кризу реального сектора економіки. При цьому досягнення валютної стабільності не означає повного уникнення всіх валютно-фінансових проблем. Не можна очікувати, що



навіть в динамічній і ефективній валютній системі ніколи не будуть спостерігатися ринкові коливання, а суб'єкти валютних відносин завжди будуть уникали чинників невпевненості і ризику. Більше того, створення системи, яка б повністю забезпечувала стабільність валютних відносин, є недоцільним, оскільки це може стати перешкодою для розвитку механізму самоврівноваження валютного ринку.

### **Контрольні питання до теми 2**

1. Охарактеризуйте сутність процесів глобалізації. Визначте особливості розвитку глобалізації у сфері фінансів.
2. Назвіть позитивні та негативні напрями впливу глобалізації на світовий фінансовий ринок та системи національних фінансів країн світу.
3. Визначте загальні причини розвитку фінансових криз.
4. Назвіть види фінансових криз.
5. Охарактеризуйте причини розвитку сучасної світової фінансової кризи.
6. Охарактеризуйте сутність валютно-фінансової стабільності.
7. З'ясуйте сутність та призначення систем раннього попередження фінансових криз.
8. Визначте складові та охарактеризуйте дію механізму забезпечення стабільності національної валютної системи.

### ТЕМА 3. ЗАБОРГОВАНІСТЬ У СИСТЕМІ МІЖНАРОДНИХ ФІНАНСІВ

1. Джерела формування зовнішнього боргу, показники та види зовнішньої заборгованості.
2. Методи управління зовнішнім боргом.
3. Умови та механізм реструктуризації боргів в Лондонському та Паризькому клубах кредиторів.
4. Особливості формування та регулювання зовнішньої заборгованості України.

#### 1. Джерела формування зовнішнього боргу, показники та види зовнішньої заборгованості.

В сучасних умовах динамічного розвитку міжнародних фінансів спостерігається значне збільшення попиту на фінансові ресурси, особливо з боку країн, що розвиваються, та країн з перехідною економікою. Оскільки внутрішні фінансові ресурси країн світу є обмеженими, важливим джерелом фінансування економічного розвитку стають зовнішні запозичення, що виступають у формі міжнародного кредиту. Неefективне використання залучених коштів часто призводить до неспроможності країн виконувати свої зобов'язання з погашення боргів. Відсутність чітких схем обслуговування отриманих позик призводить до накопичення значного зовнішнього боргу та неможливості його своєчасного обслуговування, в результаті чого розвивається криза зовнішньої заборгованості, яка здійснює негативний вплив на стан національної економіки і позиції країни на світових ринках. Стан державного зовнішнього боргу є одним з найважливіших критеріїв оцінки рівня економічної безпеки країни.

Основною причиною формування державного боргу є обмеженість фінансових ресурсів держави, наявність розриву між доходами і витратами державного бюджету. Для фінансування бюджетного дефіциту держава вдається до зовнішніх і внутрішніх запозичень, внаслідок чого формується державний борг. Збільшення боргу відбувається в результаті капіталізації відсотків по раніше отриманих кредитах. Крім того, він збільшується внаслідок зобов'язань, прийнятих державою до виконання, але з різних причин не профінансованих в строк.

Боргове фінансування дефіциту бюджету веде до накопичення державного боргу, який потрібно обслуговувати. Обслуговування боргу пов'язане з виплатою відсотків по ньому й поступовою сплатою основної суми боргу.

Борг є важливим елементом кругообігу «доходи – витрати». Коли в економіці зростають доходи, то зростають і заощадження, які повинні бути використані домашніми господарствами, фірмами та урядом. Формування боргу – це механізм, за допомогою якого заощадження передаються економічним агентам, що здійснюють витрати. Якщо домогосподарства і фірми не схильні до запозичень, то приватна заборгованість зростає недостатньо швидко, аби поглинути зростаючий обсяг заощаджень. Отже, щоб економіка не

відійшла від стану повної зайнятості ресурсів, всі заощадження мають бути використані державою шляхом приросту державного боргу.

**Державний борг** – це сума накопичених в країні за певний період бюджетних дефіцитів за вирахуванням профіцитів. Державний борг зростає в різних країнах різними темпами. Перевищення державного боргу над ВВП більш ніж в 2,5 разів вважається небезпечним для стабільності економіки, особливо для стійкого грошового обігу.

Держава може і повинна брати у борг на нормальних, природних і розумних основах і умовах. Нормальний борг є реальним свідомством довіри до держави з боку кредиторів – як фізичних, так і юридичних осіб. Практично в ефективній, стабільній економіці, яка нормально розвивається, державний борг не є ключовою проблемою розвитку і життєдіяльності суспільства. Як правило, державний борг зростає на етапах активного економічного зростання, маючи на увазі, що, економіка, яка розвивається, та виробництво, що модернізується, вимагають певних вкладень, у тому числі державних.

За джерелами формування розрізняють внутрішній і зовнішній борги. Відповідно до рекомендацій Міжнародного валютного фонду, у якості внутрішнього боргу розглядаються зобов'язання органів державного управління, виражені як в національній, так і в іноземній валюті, утримувачами яких є резиденти. Зовнішнім боргом вважається державна заборгованість перед нерезидентами. Практично факт віднесення власників боргових зобов'язань до резидентів або нерезидентів має першорядне значення при визначенні структури державного боргу.

**Внутрішній державний борг** – заборгованість держави домогосподарствам і фірмам даної країни, які володіють цінними паперами, випущеними її урядом. Це борг, який призводить, перш за все, до перерозподілу доходів усередині країни. Витоки товарів і послуг звичайно не відбувається, але виникають певні зміни в економічному житті, наслідки, яких можуть бути вельми значними.

**Зовнішній борг (зовнішня заборгованість)** є складовою частиною загального державного боргу і визначається як сума фінансових зобов'язань країни щодо іноземних кредиторів на певну дату.

В сучасних умовах фінансової глобалізації спостерігається значне зростання обсягів зовнішніх державних боргів країн внаслідок збільшення попиту на позикові ресурси та незадовільного їх погашення й обслуговування. В умовах обмеженості внутрішніх фінансових ресурсів важливим джерелом фінансування дефіциту бюджету в країнах, що розвиваються, та країнах з перехідною економікою виступають зовнішні запозичення, в результаті чого зазначені країни виступають найбільшими боржниками в світовій економіці.

Окремо розглядається поняття офіційного зовнішнього боргу. В наукових джерелах існує кілька підходів до визначення офіційного боргу. Так, під офіційним державним боргом розуміють частину зовнішнього боргу, яка

повинна бути погашена державними органами. Згідно з іншим визначенням, офіційний зовнішній борг – це сума прямих договірних зобов'язань органів державного управління перед зарубіжними кредиторами.

Існує й більш детальне визначення офіційного боргу, відповідно до якого офіційний зовнішній борг – це неоплачена сума офіційно визнаних прямих зобов'язань органів державного управління перед іншими країнами, що утворилася в результаті їх операцій у минулому і має бути погашена за допомогою операцій цих органів у майбутньому або переоформлена в безстроковий борг.

*Теорія проблеми зовнішньої заборгованості* пройшла чотири етапи розвитку:

I. На першому етапі, в 70-ті роки, вважалося, що в розвинутих країнах накопичена достатня кількість заощаджень, щоб направити їх в країни, що розвиваються, які хоча й відчували дефіцит балансу поточних операцій, зможуть ефективно використовувати позики та своєчасно розплатитися з боргами.

II. На другому етапі, у 80-ті роки, виявилось, що отримані позики обслуговуються погано, відсоткові ставки високі, строки платежів скорочуються, і багато країн, що розвиваються, знаходяться на межі банкрутства. Більш того, платежі за боргами стали перевищувати приплив нових кредитів. Теорії зовнішньої заборгованості сконцентрувалися на механізмах забезпечення платежів за боргами, які за своєю суттю представляли собою суміш способів примушення та заохочення цих країн.

III. На третьому етапі, в кінці 80-х років, стало зрозумілим, що основним механізмом вирішення боргової проблеми можуть бути перенесення строків платежів та довгострокова реструктуризація боргу.

IV. На четвертому етапі, з середини 90-х років, стало остаточно зрозуміло, що більшість країн, що розвиваються, ні за яких умов не зможуть виплатити зовнішню заборгованість і що єдиним способом вирішення проблеми їхнього боргового навантаження є просте списання значної частини боргу. Теорії зовнішнього боргу сконцентрували увагу на аналізі масштабів та механізмів такого списання [23].

Зовнішнє запозичення виникає при перевищенні імпорту товарів та послуг над експортом. Дефіцит рахунку поточних операцій, обумовлений несприятливим торгівельним балансом, фінансується за рахунок чистого притоку капіталу. Чистий приплив капіталу виникає внаслідок міжнародних позик (від іноземних урядів та комерційних банків, від міжнародних валютно-фінансових організацій), продажу довгострокових фінансових активів іноземним інвесторам, прямих іноземних інвестицій у дану країну і використання валютних резервів держави.

Прямі іноземні інвестиції передбачають ввезення до країни капіталу (в грошовій або товарній формі) і є фінансовим потоком, який не створює боргових зобов'язань. Відповідно, коли держава витрачає частину власних резервів іноземної валюти, це супроводжується скороченням обсягу чистих іноземних активів, але не створює боргових зобов'язань.

Зовнішній борг складається із зобов'язань перед нерезидентами, які виникають внаслідок міжнародних позик або продажу фінансових активів за кордон. Приплив зовнішніх приватних та державних фінансових ресурсів, який створює боргові зобов'язання перед нерезидентами, призводить до зростання зовнішнього боргу країни. Зовнішні позики дозволяють країні інвестувати і споживати більше, ніж виробляє її економіка.

Обсяг залучення зовнішніх позик визначається, по-перше, тим, скільки іноземного капіталу країна може ефективно поглинути, так щоб прибуток від інвестицій перевищував вартість залучення капіталу; по-друге, тим, який обсяг боргу вона може обслуговувати без ризику виникнення проблем із зовнішніми платежами.

Темпи зростання боргу залежать від:

- частки зовнішніх запозичень у загальному обсязі наявного боргу (це можна виразити співвідношенням між дефіцитом, балансу по товарах та послугах і накопиченим боргом);
- процентної ставки (підвищення ставки процента потребує збільшення зовнішніх позик).

В умовах стабільного розвитку світової економіки міжнародне кредитування може бути ефективним з глобальної точки зору. Однак міжнародний кредит часто виходить зі стану рівноваги, що призводить до значних втрат як позичальників, так і кредиторів. Тому крім поняття зовнішнього боргу як такого існує поняття *боргової кризи*, яка пов'язана з загостренням проблеми внутрішнього або зовнішнього боргу.

Сучасна криза зовнішньої заборгованості розпочалася з 1982 року, коли Мексика оголосила про припинення платежів за зовнішніми боргами. Криза платоспроможності в одній країні спричинила погіршення кредитної ситуації в регіоні, відтік кредитних ресурсів, зростання процентних ставок. Тоді ж низка латиноамериканських країн оголосила про припинення частини своїх платежів по боргах. Причиною такої реакції стало також і те, що міжнародні банки, кредитуючи країни-позичальники, видавали кредитні ресурси в обсягах, що значно перевищували їхні власні капітали, а це загрожувало банкрутством банків-кредиторів. Розвиток процесів глобалізації перетворив цю регіональну кризу на явище світового масштабу. Кредитори припинили нове кредитування, вимагаючи погашення боргів, що ще більше прискорювало розвиток кризи.

Розвитку кризи міжнародної заборгованості сприяв ряд *чинників*:

1. З другої половини 70-х рр. відбувся перехід країн, що розвиваються, до залучення банківських кредитів замість офіційної допомоги, прямих капіталовкладень і експортних кредитів, які виступали основними джерелами зовнішніх фінансових ресурсів до середини 70-х років. Такі кредити надавалися транснаціональними банками з розвинутих країн державним інститутам та приватним структурам під державні гарантії.

2. Можливості ГНБ здійснювати кредитні операції значно розширилися внаслідок суттєвого припливу ресурсів на євровалютний ринок. В результаті зростання цін на нафту в 1973 р. і формування позитивного сальдо платіжних балансів країн ОПЕК у останніх утворилися надлишки фінансових ресурсів, які

переводилися у вигляді нафтодоларів на банківські рахунки на євrorинку і потім перерозподілялися у вигляді євровалютних кредитів на користь країн, які імпортували нафту.

3. Оскільки нові кредити надавалися країнам, що розвиваються, під вкрай низькі ставки, попит на них зростає. Водночас, в умовах інфляції власники грошових коштів (ТНБ) в якості механізмів страхування кредитних ризиків використовували урядові гарантії, збільшення спреда і комісійних, встановлення плаваючих ставок, зменшення терміну виплат.

4. На початковій стадії ТНБ не здійснювали контроль за ефективністю використання позик країнами, що розвиваються. Фактично позичені кошти використовувалися на фінансування поточних витрат урядів і корпорацій та на оплату старих боргів.

5. На початок 80-х рр. припадає термін виплати основної частини заборгованості країн, що розвиваються. В цей же період спостерігається підвищення курсу долара США. Оскільки переважна частина позик надавалася в американській валюті, її подорожчання призвело до збільшення витрат з обслуговування та погашення боргів.

6. Економічна криза 1980-1982 рр. в провідних розвинутих країнах змусила банки різко скоротити обсяги надання нових позик, а підвищення облікових ставок зробило кредити надто дорогими. Крім того, підвищилися виплати відсотків за старими боргами, так що деякі країни виявилися неспроможними обслуговувати свою зовнішню заборгованість. В кінці 1982 р. 34 країни прострочили платежі за зовнішнім боргом, у тому числі найбільші боржники – Аргентина, Бразилія, Чилі, Еквадор, Мексика, Румунія, Уругвай, Югославія.

7. В ряді країн криза зовнішньої заборгованості була пов'язана із втечею капіталу за кордон, в результаті чого країни з високою зовнішньою заборгованістю в період 1976-1985 рр. втратили 200 млрд. дол. [62].

Найбільш негативно розвиток світової боргової кризи позначився на позиціях країн, що розвиваються, оскільки в них уповільнилось економічне зростання; проведення структурної перебудови виявилось неможливим через обмежене кредитування; значно скоротились офіційні золотовалютні резерви; з метою вирівнювання платіжного балансу скорочувався імпорт, що стримувало зростання виробництва і експорту.

Головною причиною періодичної повторюваності кризи зовнішньої заборгованості є наявність сильної мотивації до відмови від платежів з боку суверенних держав. Якщо уряди-боржники доходять висновку, що виконання всіх платіжних зобов'язань не забезпечує більше чистого припливу коштів у майбутньому, з'являється стимул відмовитись від частини або від усіх платежів за боргом, аби тільки уникнути відпливу ресурсів з країни. Якщо розмір боргу перевищує певний оптимальний рівень, то його обслуговування стає неможливим, і позичальник оголошує себе банкрутом. Це положення базується на борговій кривій Лаффера, яка показує оптимальний рівень зовнішньої заборгованості, що дозволяє країні-позичальнику забезпечувати прийнятні для країн-кредиторів платежі з її обслуговування. Існування такого стимулу до

відмови від платежів допомагає пояснити неодноразові випадки відмови від платежів латиноамериканських країн на початку 19 ст., одночасні масові відмови платити в 30-ті роки і події 1982 р., коли величина сум обслуговування боргу збільшилась до розмірів нових надходжень капіталу і багато боржників вимагали перегляду умов платежів.

Причина припинення платежів суверенними боржниками допомагає пояснити і деякі риси поведінки міжнародних кредиторів. Одна з них – наполегливість у встановленні вищої відсоткової ставки за кредитами зарубіжним урядам у порівнянні з кредитами приватним та державним позичальникам у своїй власній країні. Вимоги щодо відсоткової ставки є способом отримання своєрідної премії на випадок відмови від виплат за боргами.

Оскільки на міжнародному рівні позичальником виступає незалежна держава, механізми примушення її сплачувати зовнішні борги є досить обмеженими. Одним з найбільш надійних засобів розв'язання проблеми права власності на кредити є впровадження забезпечення у вигляді тих чи інших активів, що можуть перейти у власність кредитора. В якості такого забезпечення можуть використовуватись активи країни-боржника в країні-кредитора; значні внески країни боржника в банки і підприємства на території кредитора; наявність тісних зовнішньоторговельних зв'язків між боржником та кредитором. Наявність вказаних активів, що знаходяться у закладі, впливає на бажання позичальника своєчасно обслуговувати борги. Іншим важливим чинником, що впливає на вчасне виконання кредитних угод, є можливість отримання нових позик. Достатня кількість нових кредитів дає країнам-боржникам стимул і кошти для сплати попередніх боргів.

Зовнішні запозичення, які отримує країна, можуть надаватися під різні умови та з різних джерел. В результаті, в загальній структурі зовнішнього боргу утворюються різні види заборгованості.

*Види зовнішнього боргу* можна класифікувати відповідно до різних критеріїв. Так, в залежності від типу боргового зобов'язання розрізняють заборгованість:

- за короткостроковими зобов'язаннями і векселями (до 1 року);
- за середньостроковими зобов'язаннями (до 5 років);
- за довгостроковими зобов'язаннями (понад 10 років).

В залежності від терміну сплати виокремлюють:

- капітальну заборгованість (термін платежів за нею ще не настав);
- поточну заборгованість (термін платежів за нею або настає або вже настав);
- прострочену заборгованість.

В залежності від джерел фінансування борг поділяється на державний, приватний, а також заборгованість перед міжнародними організаціями.

Світовий банк, надаючи статистику за зовнішньою заборгованістю, виділяє окремо:

- довгострокову заборгованість;
- заборгованість перед МВФ;
- короткострокову заборгованість.

До довгострокової належить заборгованість тривалістю понад 1 рік у складі:

1) державного прямого боргу, що утворюється внаслідок запозичень держави;

2) державного умовного боргу, який є результатом того, що держава виступає гарантом за запозиченнями інших суб'єктів господарювання;

3) негарантованого державою боргу приватних суб'єктів господарювання.

Державне запозичення, внаслідок якого формується прямий державний борг, може здійснюватися лише з метою фінансування дефіциту державного бюджету; підтримки платіжного балансу та поповнення валютних резервів; на інші цілі, встановлені законом країни в кожному окремому випадку.

Борг, гарантований державою, представляє собою борг приватних фірм, банків, компаній, гарантом оплати якого є держава. Формою надання державної гарантії є державна порука. За наданням державних гарантій виникає потенційний державний борг, який стає реальним за умови відшкодування кредитором суми зобов'язань позичальника, за якими держава була гарантом.

Приватний негарантований борг є боргом приватних позичальників, оплата якого не гарантується державою. Він виникає у випадку отримання позичальником банківських та інших кредитів, шляхом розміщення боргових цінних паперів на міжнародному фондовому ринку.

Оскільки МВФ кредитує країни-члени за допомогою продажу їм необхідної іноземної валюти в обмін на національну, то заборгованість перед МВФ станом на кінець року відображає обсяги зворотного викупу країною-позичальницею у МВФ національної валюти. Заборгованість країни-позичальниці автоматично зменшується, якщо її національна валюта, що є у розпорядженні МВФ, купується іншою країною.

Короткострокову заборгованість формують:

1) кредити терміном не більше 1 року;

2) платежі з обслуговування довгострокових кредитів (відсотки та комісійні), що за графіком мають сплачуватися у поточному році.

Великими боржниками у світовій економіці є не тільки слаборозвинені, але й розвинені країни. У зв'язку з цим необхідно відрізнити поняття боргу та чистого боргу, оскільки боржники по відношенню до інших країн можуть одночасно виступати кредиторами по відношенню до інших. Крім того, одна й та сама величина боргу може мати різні економічні наслідки по відношенню до країн, що мають різні макроекономічні показники.

При розробці заходів з управління зовнішнім боргом важлива роль відводиться оцінці здатності країни обслуговувати зовнішні запозичення, тобто її платоспроможності. Платоспроможність країни залежить від наявності у неї ресурсів: від обсягу ВВП та від експортної бази країни, оскільки платежі з обслуговування зовнішнього боргу, як правило, здійснюються в іноземній валюті. Надійними платниками за зовнішніми зобов'язаннями є переважно країни з економікою, що динамічно розвивається, та з дедалі більшим експортним сектором. Ґрунтуючись на цих припущеннях, платоспроможність країни аналізують за такими показниками:



- відношення зовнішнього боргу до ВВП;
- відношення платежів з обслуговування зовнішнього боргу до ВВП;
- відношення зовнішнього боргу до експорту товарів та послуг;
- відношення платежів з обслуговування зовнішнього боргу до експорту товарів та послуг;
- відношення відсотків за міжнародними кредитами до ВВП;
- відношення відсотків за міжнародними кредитами до експорту товарів та послуг;
- відношення золотовалютних резервів до зовнішнього боргу.

При оцінці зовнішнього боргу країн Світовий банк використовує аналогічні показники (тільки замість показника ВВП в розрахунках використовується показник валового національного доходу). На додаток до зазначених показників Світовий банк застосовує також такі показники як відношення офіційних резервів до імпорту товарів та послуг, доля короткострокових боргів в загальній сумі боргу, доля боргів міжнародним організаціям в загальній сумі боргу.

Хоча показник відношення зовнішнього боргу до ВВП широко використовується, для нього не існує універсального критерію, оскільки кожній країні притаманний свій критичний рівень. Різновидом цього показника є відношення державного боргу до ВВП. Згідно з Маастрихтськими вимогами для країн-кандидатів до вступу до ЄС, а також відповідно до положень бюджетного кодексу України, гранично допустиме співвідношення державного боргу до ВВП встановлено на рівні 60%. За розрахунками спеціалістів, ймовірність розгортання боргової кризи в країні, в якій державний борг досяг 60% від ВВП, становить 30%, а в країні, де цей показник становить 35%, така ймовірність зменшується до 15%.

Залежно від графіка платежів з обслуговування боргу (платежі рівномірно розподілені на тривалий час або сконцентровані упродовж короткого часового періоду) в країнах з однаковою величиною показника відношення зовнішнього боргу до ВВП ситуація може значно різнитися. Тому розраховують ще показник відношення платежів з обслуговування зовнішнього боргу до ВВП. Вважається, якщо на обслуговування боргу сплачується 5 або більше відсотків від ВВП, то борговий тягар країни на цей час є значним.

Оскільки платежі з обслуговування боргу здійснюються у конвертованій валюті, то мають враховуватись експортні можливості країни-боржника, для чого розраховують такі показники як відношення зовнішнього боргу до експорту товарів та послуг та відношення платежів з обслуговування зовнішнього боргу до експорту товарів та послуг. Показник відношення загальної суми зовнішнього боргу до експорту товарів та послуг є найбільшим для країн з низьким рівнем розвитку, оскільки їм теоретично необхідні десятиліття, щоб розрахуватися із зовнішніми боргами за рахунок експортних надходжень. Критичним рівнем цього показника є 200%.

Показник відношення платежів з обслуговування зовнішнього боргу до експорту товарів та послуг також називається нормою обслуговування боргу і вважається основним при аналізі платоспроможності. Підвищення норми

обслуговування боргу свідчить про погіршення платоспроможності боржників. Якщо норма обслуговування перевищує 20%, то існує загроза зриву графіка платежів. Однак на практиці деякі країни витримують показник 35% і вище, а інші припиняють регулярні платежі при нормі обслуговування 15% і менше.

Інші показники, що використовуються для оцінки платоспроможності країн, дають змогу аналізувати ціну (відсоткові ставки) зовнішніх запозичень: відношення відсотків за міжнародними кредитами до ВВП і відношення відсотків за міжнародними кредитами до експорту товарів та послуг. Ці показники можуть бути використані для оцінки платоспроможності країни за умов реструктуризації її боргу. У разі реструктуризації заборгованості кредитори можуть погодитися на перенесення термінів погашення основної суми боргу, але щодо відсоткових виплат вони дотримуються жорсткої позиції. До того ж ці показники стають у пригоді, коли кредити надаються на умовах плаваючої відсоткової ставки, а таких переважна більшість.

Ліквідні позиції країни-боржника характеризуються показником відношення золотовалютних резервів країни до її зовнішнього боргу або золотовалютних резервів до імпорту товарів та послуг. За допомогою цих показників оцінюється здатність країни розраховуватись за зовнішніми зобов'язаннями прийнятними для кредиторів коштами.

Аналіз стану зовнішньої заборгованості країни здійснюється також за такими показниками:

- Несплатений та нерозподілений борг, тобто сума несплаченої заборгованості по кредитах, які реально отримані боржником, станом на кінець року. За цим показником оцінюється поточна зовнішня заборгованість країни.

- Нерозподілений борг, тобто частка суми неотриманих кредитів, щодо яких підписані угоди. Нерозподілений борг виникає, коли після підписання кредитної угоди позичальник з різних причин не звернувся по кредит.

- Сплата основної суми боргу, тобто сплата боржником часток основної суми боргу протягом року.

- Сплата процентів, тобто сплата боржником процентів по залишку заборгованості, що здійснюється протягом року.

- Чисті потоки, тобто отримання боржником нових кредитів за вирахуванням платежів з основної суми боргу. в країнах з високим рівнем заборгованості чисті потоки можуть бути від'ємними.

- Чисті трансферти, тобто отримання боржником нових кредитів за вирахуванням його платежів з обслуговування боргу. Якщо країна отримує нові кредити, то вона мусить здійснювати платежі по обслуговуванню накопиченого боргу. оскільки всі позики надаються під процент, такі платежі складаються з платежів з погашення основної суми боргу і виплати процентів. Якщо платежі з обслуговування боргу переважають над новими кредитами, чисті трансферти стають негативними.

Із метою розроблення стратегії управління боргом Світовий банк поділяє країни-позичальниці на три категорії: такі, що дуже заборгували, середньо заборгували та мало заборгували. Найбідніші серед категорії країн, що дуже заборгували, можуть розраховувати на спеціальні програми полегшення

заборгованості. Крім того, країни можуть звертатися до Паризького та Лондонського клубів кредиторів із проханням умов перегляду погашення заборгованості перед державними та приватними кредиторами.

Належність країни до тієї чи іншої категорії залежить від величини двох показників: співвідношення вартості зовнішнього боргу країни до її ВВП та експорту. З 2002 року було встановлено критерії, наведені в таблиці 3.1.

*Таблиця 3.1*

**Категорії країн за рівнем заборгованості  
(за класифікацією Світового банку)**

Категорії країн за рівнем заборгованості	Теперішня вартість боргу до ВВП	Теперішня вартість боргу до експорту товарів та послуг
Дуже заборгували (S)	Більше 80%	Більше 220%
Середньо заборгували (M)	Більше 48%	Більше 132%
Мало заборгували (L)	Решта країн	Решта країн

Відносний показник теперішньої вартості зовнішнього боргу країни дає змогу оцінити зобов'язання з обслуговування майбутнього боргу порівняно з поточною вартістю ВВП та експорту товарів та послуг. Аналіз зазначених показників може давати неоднозначні результати. Так, якщо оцінювати середні значення цих показників в групах країн з різним рівнем доходів на душу населення, то можна зробити висновок, що більшість з них належать до категорії країн, що дуже або середньо заборгували. Так, за показником теперішньої вартості боргу до ВВП, всі три групи країн можна віднести до держав, що середньо заборгували. Такі ж самі результати дає оцінка показника зовнішньої заборгованості до експорту товарів та послуг. Виключенням є лише I група країн, яка за цим показником належить до країн, які дуже заборгували.

Таким чином, найбільш повну інформацію про рівень платоспроможності країни може дати комплексний аналіз на основі оцінки всіх розглянутих показників. Результати оцінки платоспроможності країни-позичальника можуть як вплинути на рішення кредитора про надання або ненадання позик, так і допомогти боржнику у визначенні найбільш прийнятних схем та механізмів управління зовнішньою заборгованістю.

## **2. Методи управління зовнішнім боргом.**

Ефективне використання запозичених ресурсів для фінансування інвестицій дає змогу прискорити економічне зростання в країні. Нераціональність і збитковість використання зовнішніх ресурсів створює такі боргові зобов'язання країни, які в майбутньому суттєво обмежують можливості держави з проведення економічної політики. Тому виникає потреба в управлінні зовнішнім боргом.

Довгострокова мета управління зовнішнім боргом полягає в утриманні зростання зовнішніх зобов'язань країни у межах її спроможності обслуговувати борг. Реалізація цієї мети потребує ефективного використання позичених ресурсів. Короткострокова мета управління зовнішнім боргом – регулювання

обсягів зовнішніх запозичень таким чином, щоб сукупний попит відповідав станові внутрішніх та зовнішніх розрахунків країни. Реалізація цієї мети дозволяє забезпечити відповідність зовнішніх запозичень загальним цілям макроекономічної політики.

**Управління зовнішнім боргом** – це набір економічних, політичних та соціальних заходів із запобігання або пом'якшення боргової кризи.

У процесі управління державним зовнішнім боргом вирішуються такі завдання:

- Пошук ефективних умов запозичення коштів з погляду мінімізації обсягів боргу.
- Недопущення неефективного та нецільового використання позик.
- Забезпечення своєчасної та повної сплати суми основного боргу та відсотків за користування боргу.
- Визначення оптимального співвідношення між внутрішніми та зовнішніми запозиченнями за умови збереження фінансової рівноваги в державі.

Управління зовнішньою заборгованістю ділиться на три стадії: залучення фінансування, його розміщення (використання) та погашення боргу. Відповідно, система управління зовнішньою заборгованістю країни означає управління всіма стадіями і охоплює: аналіз кредитоспроможності – можливості країни позичати кошти; оцінку платоспроможності – здатність обслуговувати борг; контроль рівня зовнішньої заборгованості; контроль за складом зовнішнього боргу.

Існує три варіанти вирішення проблеми зниження боргового навантаження та ризику невиконання боргових зобов'язань держави:

1. Вжиття урядом країни заходів з реструктуризації боргу, які сприятимуть збільшенню доходів бюджету, зменшенню навантаження на бюджет конкретного року, упорядкуванню видатків бюджету, поступовому скороченню державного боргу, економічному зростанню.
2. Проведення грошової емісії, наслідком якої є збільшення видатків у короткостроковому періоді, високий рівень інфляції та девальвація валюти, неплатоспроможність держави, затримка економічного зростання.
3. Дефолт, характерними ознаками якого є невчасна сплата державного боргу, припинення надання країні іноземних позик, накладення арешту на закордонне майно, зниження кредитного рейтингу країни.

Найбільш поширеним та ефективним механізмом управління зовнішнім боргом є його реструктуризація.

**Реструктуризація** розглядається як переоформлення боргу або як погоджені боржником та кредиторами заходи, спрямовані на підтримку платоспроможності боржників у середньостроковій та довгостроковій перспективі. За міжнародним визначенням, реструктуризація є наслідком невдалого управління державним боргом, за яке необхідно сплатити додаткову ціну. Згідно з міжнародними правилами, **реструктуризація боргу** – це зміна

раніше встановлених для позичальника порядку та умов погашення заборгованості для того, щоб забезпечити скорочення зобов'язань з обслуговування боргу, який припадає на консолідаційний період.

В існуючій системі управління зовнішнім боргом використовуються різноманітні моделі реструктуризації, що реалізуються залежно від типів кредиторів та боржників і можуть здійснюватись на базі однієї або комбінації схем. Серед основних схем реструктуризації боргу можна виділити такі: перенесення платежів (пролонгація), нові кредити з цільовим призначенням оплати минулих боргів (за схемою «Ponzi»), списання боргу та різноманітні механізми конверсії боргів.

Реструктуризація боргу шляхом його *пролонгації* має першочергове значення при розв'язанні проблеми заборгованості. Перенесення строків платежів дає змогу перетворити короткострокові та середньострокові борги у довгострокові, відклавши час оплати основної частини боргу. Проте така реструктуризація боргів здійснюється під досить високі відсотки, і можливість зберегти фінансові ресурси сьогодні у подальшому призведе до погіршення кредитоспроможності зі всіма можливими негативними наслідками.

Більш ризикованою є схема реструктуризації через *залучення нових кредитів для оплати минулих боргів*, оскільки у такому випадку існує велика можливість втягування країни у боргову петлю.

Іншим варіантом реструктуризації зовнішньої заборгованості є її *безоплатне списання* – повне або часткове. Механізм списання боргів найчастіше застосовується відносно найменш розвинених країн, нездатних погасити свої зобов'язання навіть у віддаленій перспективі.

Списання боргу перебуває між найгіршим варіантом розв'язання боргової проблеми – абсолютним дефолтом – і найкращим для обох сторін (боржника і кредитора) – реструктуризацією, яка передбачає переоформлення боргу в тій чи іншій формі. Подібна практика досить часто застосовується Паризьким клубом кредиторів до найбільш розвинених країн світу. Застосування схеми списання боргів промислово розвиненими країнами пояснюється не лише чинниками політичного характеру (такі кроки, як правило, значно підвищують політичну вагу країн-донорів), а й чисто економічними розрахунками. Деякі найменш розвинені країни навіть за найсприятливішого збігу обставин зможуть у майбутньому погасити лише третину або половину своєї зовнішньої заборгованості. У цій ситуації списання боргів таких країн можна вважати реальною переоцінкою активів промислово розвинених держав.

Цей варіант управління зовнішньою заборгованістю передбачає досить жорсткі умови відбору претендентів на списання боргів. Існує кілька критеріїв для зазначеної процедури. Так, відповідно до неапольських угод промислово розвинених країн, країна-кандидат на списання має відповідати одній з двох умов: коли ВВП на душу населення не перевищує 500 дол. США на рік, або відношення вартості боргу до щорічного обсягу експорту перевищує 350%. Крім того, упродовж трьох років програма економічного розвитку таких країн має бути погоджена з МВФ і Паризьким клубом кредиторів, а їхнім урядам

необхідно досягти консенсусу з основними кредиторами щодо питань реструктуризації інших категорій боргів.

Додатковою умовою, що дає змогу розглядати процедуру списання боргу у пришвидшеному порядку, є ситуація на світових товарних ринках. Так, якщо економіка країни значною мірою залежить від експорту двох чи трьох видів природних ресурсів і при цьому їхні ціни досягли історичних мінімумів, то ця держава може розраховувати на визначене поліпшення умов списання своєї заборгованості. Дія тих чи інших чинників зумовлює ймовірність зменшення боргового тягаря до 80% від його первісного обсягу.

Водночас, процедура списання найчастіше зіштовхується з певними перешкодами з боку деяких держав-кредиторів, що не мають жодних глобальних політичних інтересів. Для таких держав головним пріоритетом виступає отримання від подібних акцій максимального економічного прибутку. Саме тому випадок кожної держави досконально вивчається, а перебіг процесу списання боргу відбувається досить повільно.

Із середини 80-х років ХХ століття набули поширення ринкові методи регулювання заборгованості, серед яких провідне місце займає конверсія боргів. Під *конверсією* розуміють всі механізми, що забезпечують заміну зовнішнього боргу іншими видами зобов'язань, менш обтяжливими для боржника (зворотний викуп боргу самим позичальником на вторинному ринку, конверсія боргу в акції, інвестиції, конверсія боргу в облігації, конверсія зовнішнього боргу у внутрішній борг, погашення товарними поставками, обмін на боргові зобов'язання третіх країн, взаємозалік боргів тощо).

Серед конверсійних операцій найбільшу питому вагу має схема *викупу боргу із вторинного ринку* за ціною нижче ринкової (40% усіх операцій) і конверсія в акції корпоративних підприємств (34% усіх операцій).

Викуп боргу як метод його реструктуризації застосовується у випадку, коли країни-боржники мають у своєму активі значні обсяги золотовалютних резервів чи можуть досить швидко їх нагромадити за рахунок стимулювання експортних галузей. Водночас борги таких держав на ринку торгуються зі значним дисконтом, що свідчить про невпевненість інвесторів у платоспроможності позичальника. У такій ситуації можна дозволити позичальнику самостійно викупити власні борги на відкритому ринку. Це дало б змогу на ринкових умовах скоротити загальний обсяг державного боргу без прийняття кредиторами яких-небудь узгоджених рішень. Через наявність дисконту щодо боргів така стратегія є аналогічною частковому списанню боргів.

Технічно схема викупу передбачає два варіанти реалізації. Перший варіант полягає в тому, що регулюючий фінансовий орган держави звертається до власників цінних паперів з пропозицією про викуп належних їм облігацій з деякою фіксованою ціною. Як правило, така пропозиція супроводжує схему реструктуризації боргу «зовнішній борг – облігації». Країна, пропонуючи такий варіант дострокового погашення паперів, отримує певний фіскальний прибуток: обмін інвесторами облігацій спричиняє скорочення витрат державного бюджету. Інвестор, у свою чергу, можуть отримати дохідніший і більш довгостроковий фінансовий інструмент.

Другий варіант є так званими операціями монетарної влади на відкритому ринку, коли державні органи, користуючись сприятливою ринковою ситуацією, купують на вторинному ринку облигації. При цьому вони можуть як фактично здійснювати їхнє дострокове погашення, так і використовувати їх надалі з метою отримання прибутку. Однак ця практика не підтримується міжнародними кредиторами, особливо якщо вона застосовується щодо боргових зобов'язань, номінованих в іноземній валюті, оскільки отримувані країною кредити, як правило, орієнтовані на підтримку реального сектору економіки, а не на проведення інтервенцій на ринку державного боргу. У цілому, на думку багатьох науковців, подібні операції нівелюють саму ідею випуску боргових зобов'язань і часто свідчать про непродуману економічну політику держави. Водночас, цілком заперечувати потребу такого роду методів регулювання ринку державного боргу також не можна.

Однією з найвідоміших ринкових схем реструктуризації державного боргу є його *обмін на акції національних підприємств*, який передбачає надання кредиторам права продажу боргів із дисконтом за національну валюту, на яку у результаті можна придбати акції національних компаній. Частіше використовується безпосередній обмін (своп) боргів на акції компаній, що перебувають у державній власності. Прихильники цього підходу стверджують, що такий своп дає змогу одночасно розв'язати дві проблеми – зменшити державний борг і забезпечити приплив капіталу у реальний сектор економіки. Однак цей механізм не настільки однозначний. З одного боку, така схема передбачає зміну графіка виплат і зменшує короткотерміновий тиск на бюджет. Більше того, якщо до свопу потік виплат за боргом був жорстко заданий у номінальному виразі, то після нього потік доходів від компанії стає залежним від економічного стану країни, рівня внутрішньої та зовнішньої інфляції та інших факторів. Таким чином, виплати за боргом прив'язуються до економічного стану країни-позичальниці, що розширює можливості досягнення компромісу. З іншого боку, інвестор, що отримав акції в результаті обміну, насправді не робить реальних вкладів в економіку країни.

Схема «зовнішній борг – акції», як правило, передбачає обмін боргових зобов'язань на акції в рамках державної програми приватизації. Компанія-інвестор купує на вторинному ринку борговий інструмент, що підлягає конверсії для його подальшого обміну в центральному банку країни-боржника на національну валюту. Отримані кошти використовуються тільки за призначенням – для здійснення прямих чи портфельних інвестицій. Обмін боргів на валюту може здійснюватись як за номіналом, так і зі знижкою, в тому числі на аукціонах, де виграють ті, хто запропонує найбільшу знижку з номінальної вартості боргових зобов'язань, що обмінюються. При цьому органи регулювання країни-боржника можуть стимулювати капіталовкладення у пріоритетні галузі чи регіони через спеціальні квоти, преференції, податкові пільги тощо.

Така форма скорочення зовнішнього державного боргу, що широко застосовувалася наприкінці 80-х – початку 90-х років у ході приватизації у низці країн Східної Європи і Латинської Америки, розрахована на специфічні

категорії інвесторів, оскільки при її використанні структура активів інвесторів якісно змінюється. Боргові зобов'язання обмінюються на принципово інші фінансові інструменти – акції, що не передбачають отримання інвестором фіксованого доходу.

Внаслідок приватизації збиткових підприємств країна-боржник виграє як у результаті скорочення свого зовнішнього боргу, так і в результаті скорочення обсягів субсидування державних підприємств, а в перспективі зростання бази оподаткування. Крім того, така конверсія боргових зобов'язань може сприяти експорту, заміні імпорту вітчизняним виробництвом, а також репатріації громадянами країни вивезеного капіталу. З іншого боку, застосування схеми «зовнішній борг – акції» на рентабельних підприємствах може створити податкові проблеми в результаті скорочення надходжень від цих підприємств до бюджету. До того ж великомасштабні операції за розглянутою схемою можуть призвести до інфляції, якщо обмін фінансових ресурсів іноземного інвестора на національну валюту не буде супроводжуватися компенсаторними грошово-кредитними заходами. Закордонні інвестори отримують для себе в таких угодах низку вигод: можливість збільшення інвестицій у галузях, раніше закритих чи важкодоступних для іноземного капіталу; здобуваючи борги в іноземних банках з набагато більшою знижкою, ніж знижка країни-дебітора, закордонний інвестор отримує фінансовий вигащ; надання низки пільг іноземним інвесторам.

Найактивніше різновиди схеми «зовнішній борг – акції» застосовувалися на першому етапі приватизації, коли більшість підприємств перебували у державній власності. У міру того, як обсяг неприватизованої власності скорочувався, така схема відходила на другий план.

В останні роки поступово зростає (хоча і продовжує залишатися помірним) інтерес кредиторів до конверсії боргів у розвиток національної економіки боржника. Держави-кредитори розробили програми конверсії боргів у національній валюті (борг для розвитку) з метою довгострокового фінансування проектів розвитку. Механізм операції полягає в тому, що міжнародна неурядова організація купує борг на вторинному ринку із значним дисконтом. Пізніше борг обмінюється на національну валюту, на отриману суму боргу випускаються спеціальні облігації у національній валюті, які потім використовуються для фінансування програм розвитку. Держави-кредитори використовують три види таких програм: борг на охорону природи, борг на охорону здоров'я, борг на освіту.

*Конверсія зовнішнього боргу в облігації (сек'юритизація)* є переоформленням наявного державного боргу в нові ринкові інструменти – цінні папери. Основна ідея сек'юритизації полягає у тому, що країна-боржник емітує нові боргові зобов'язання у вигляді облігацій, які або безпосередньо обмінюються на старий борг, або продаються. У разі продажу отримані кошти використовуються на викуп старих зобов'язань. Якщо нові цінні папери торгуються на ринку з меншим дисконтом, така операція призведе до скорочення загального обсягу заборгованості.



Найпоширенішим способом проведення подібних угод є план Брейді. Підставою для реалізації такої схеми в тій чи іншій країні є узгодження урядом держави програми економічних дій з МВФ. Уперше схему «зовнішній борг – облігації» було застосовано в 1989 р. в Мексиці. Тоді кредиторам було запропоновано на вибір три варіанти реструктуризації заборгованості. Перший варіант передбачав обмін наявних у інвесторів боргових зобов'язань за номінальною вартістю на тридцятирічні облігації з одночасним списанням 35% суми заборгованості. Купонна ставка (виплата купону – раз на півроку) цих облігацій становила LIBOR+13/16% річних. Другий варіант передбачав обмін боргів за їхньою номінальною вартістю на тридцятирічні облігації з фіксованим піврічним купонним доходом – 6,25% річних у доларах США, 6,63% - у французьких франках, 5,31% - у німецьких марках, 10,75% - в італійських лірах, 3,85% - у японських єнах (купонна ставка на момент випуску облігацій передбачалася нижчою від ринкових показників). Третя можливість полягала в тому, що банки могли використовувати 125% заморожених засобів без обліку боргів, що зазнали реструктуризації за першим чи другим сценарієм як нові кредитні ресурси після закінчення чотирирічного періоду (тобто ці ресурси можна було знову використовувати для видачі економічним агентам) [36].

Таким чином, сутність плану Брейді полягала в наступному: уряд країни, що бажає реструктурувати свій національний борг, досягає певних домовленостей із МВФ і розробляє разом з ним програму структурної перебудови економіки, що передбачає надання країні нових кредитних ресурсів. Після того, як така програма починає успішно втілюватись у життя, інвесторам пропонується обміняти наявні у них короткострокові та середньострокові боргові зобов'язання на довгострокові папери, номіновані звичайно у валюті однієї з держав Великої сімки. При цьому відбувається часткове списання боргу (від 20% до 50%). Зазначена схема широко застосовувалася для реструктуризації не лише державних, а й корпоративних, насамперед, банківських, боргів і тим самим дала змогу проводити реорганізацію національної банківської системи у досить сприятливих умовах.

Конверсія зовнішнього боргу в експорт передбачає погашення зобов'язань у формі отримання кредиторами права на реалізацію вітчизняного товару за встановленою ціною, частина від якої повертається боржнику, а інші обумовлена частина залишається у кредитора в рахунок погашення виставлених вимог.

Кредиторів від застосування такої схеми часто стримує виставлена боржником умова передоплати належної йому вартості товару до моменту надходження коштів від реалізації, а також надання боржником номенклатури товарів, що мають з тих чи інших причин (якість, застаріла технологія, ціна тощо) незначний попит на світовому ринку. Позитивний ефект для країни-боржника при застосуванні цієї схеми може бути досягнутий, якщо в зарахування зовнішнього боргу йдуть товари кінцевої переробки (що сприяє зміцненню вітчизняного, орієнтованого на експорт, виробництва), товари, які з тих чи інших причин зазнають дискримінації на зовнішніх ринках, а також якщо зарахування експортних товарів відкриває нові ринки збуту.

Конверсійна схема «зовнішній борг – внутрішній борг» передбачає випуск центральним банком облігацій з номіналом в національній валюті в обмін на зовнішні боргові зобов'язання. Тобто за рахунок цієї схеми відбувається зміна зовнішнього кредитора держави на внутрішнього. Необхідними умовами впровадження такої схеми є довіра вітчизняного інвестора до державних цінних паперів, наявність в нього достатніх інвестиційних ресурсів та бажання вкладати кошти у державні цінні папери. Крім того, розміщення державних боргових зобов'язань на внутрішньому ринку здатне створити конкуренцію вітчизняним корпоративним паперам, обмежуючи можливості розвитку вітчизняних компаній.

Таким чином, країни-боржники і країни-кредитори мають у своєму розпорядженні різноманітні варіанти розв'язання проблеми зовнішньої заборгованості – від повної відмови боржника від своїх зобов'язань або часткового списання боргів, за якого боржник втрачає частково політичну самостійність і тимчасово доступ до міжнародного ринку капіталів, до найбільш прийнятної для обох сторін варіанту – реструктуризації, яка передбачає переоформлення боргу через застосування одного з механізмів ринкової конверсії. Кожна схема реструктуризації боргу має свої переваги та недоліки і вимагає наявності певних умов її реалізації.

### **3. Умови та механізм реструктуризації боргів в Лондонському та Паризькому клубах кредиторів.**

Проблема надмірного зовнішнього боргу особливо гостро постала у другій половині ХХ століття, а світова практика накопичила значний досвід управління борговим тягарем, і на сьогодні склалася комплексна система врегулювання зовнішньої заборгованості країн, які відчувають труднощі щодо обслуговування своїх зобов'язань. Боржники та кредитори мають можливість ранжувати варіанти розв'язання проблеми заборгованості від найгіршого – абсолютного дефолту (повна відмова від своїх зобов'язань), кращого варіанту, при якому частково списуються борги, однак боржник втрачає частково політичну самостійність і тимчасово доступ до міжнародного ринку капіталів), до найкращого із варіантів для обох сторін – реструктуризації, що передбачає переоформлення боргу в тій чи іншій формі.

Оскільки проблема зовнішньої заборгованості останнім часом набула світових масштабів, виникла необхідність її врегулювання на міжнародному рівні і створення відповідних міжнародних організацій. В результаті було сформовано Паризький та Лондонський клуби кредиторів.

*Паризький клуб офіційних кредиторів* – це неформальна організація урядів країн-кредиторів, створена в 1956 р. з метою врегулювання міжнародної заборгованості і проведення з країнами-боржниками багатосторонніх переговорів з проблем реструктуризації державних боргів.

Паризький клуб нараховує до 20 держав-членів, більшість з яких є членами Організації економічного співробітництва та розвитку. Паризький клуб функціонує не на постійній основі, а збирається для розв'язання

конкретних боргових проблем певних країн. Паризький клуб відкритий для всіх країн, що є кредиторами і приймають практику його роботи. В результаті переговорів члени Паризького клубу на багатосторонній основі підписують з боржниками Узгоджений протокол реструктуризації боргу.

Перше засідання в рамках Паризького клубу було проведене урядом Аргентини з питання врегулювання графіку платежів за гарантованими кредитами. В кінці 90-х рр. майже 100 країн узгоджували з клубом програми реструктуризації своїх боргів. При цьому після проведення реструктуризації економічна політика країни-боржника не залишається незалежною, а в значній мірі підпорядковується вимогам країн-кредиторів, між якими розподіляється залишок зовнішнього боргу.

Для врегулювання проблем приватної заборгованості в 1976 р. було створено Лондонський клуб кредиторів.

*Лондонський клуб кредиторів* – неформальна організація великих приватних банків-кредиторів, яка займається питаннями реструктуризації приватних боргів. В рамках процедури врегулювання заборгованості Лондонським клубом переговори з країнами-боржниками ведуться, як правило, одним з банків, який діє від імені і за дорученням інших банків-кредиторів. При проведенні реструктуризації в рамках Лондонського клубу використовуються наступні заходи:

- викуп приватних боргів у іноземних банків зі знижкою;
- обмін зовнішніх приватних боргів на акції корпоративного сектору;
- перенос платежів;
- скорочення платежів з обслуговування боргу;
- надання нових позик для сплати старих боргів.

Вперше списання боргу перед кредиторами – членами Лондонського клубу було здійснено в 1990 р. по відношенню до Мексики, Коста-Ріки та Венесуели.

У зв'язку з обслуговуванням різних за походженням зовнішніх боргів (офіційних та приватних) і різним складом учасників (уряди й приватні банки), в діяльності Паризького та Лондонського клубів кредиторів є принципові відмінності, представлені в таблиці 3.1.

В існуючій системі управління зовнішнім боргом, яка завдяки створенню відповідних міжнародних інституцій має інтернаціональний характер, використовуються різноманітні моделі реструктуризації, що реалізуються залежно від типів кредиторів та боржників і можуть здійснюватись на базі однієї або комбінації схем.

Залежно від типів кредиторів та боржників розрізняють декілька варіантів реструктуризації зовнішнього боргу. Один із цих варіантів – реструктуризація міжурядових позик і позик, гарантованих урядом у рамках Паризького клубу офіційних кредиторів, яка базується на так званому меню (рис. 3.1).

Механізм реструктуризації передбачає вибір між зменшенням боргу (шляхом списання частини основного боргу) чи скороченням його обслуговування за рахунок зниження ставок поточних платежів.

**Порівняльна характеристика діяльності Лондонського та Паризького клубів кредиторів**

<i>Функціональна ознака</i>	<i>Лондонський клуб</i>	<i>Паризький клуб</i>
Початок діяльності	1976 р.	1956 р.
Сфера діяльності	Реструктуризація комерційним структурам	Реструктуризація державним кредиторам
Початок програми реструктуризації	Визначається дебітором (дата, зазначена в інформаційному повідомленні боржника про відмову від сплати боргів)	Визначається кредитором (дата, з якої країни-кредитори відмовляються надавати нові кредити)
Представництво інтересів кредиторів	Інтереси кредиторів представляє Банківський консультативний комітет з кола найбільш зацікавлених банків	Інтереси кредиторів представляють найбільш впливові банки, незалежно від їх частки в борговому фінансуванні
Можливість перегляду процентних платежів та основної суми боргу	Умови старих боргів не переглядаються. Клуб узгоджує пакет заходів з реструктуризації заборгованості, і банки стають власниками нових євробондів	Домовленості попередніх періодів можуть бути переглянуті
Необхідність підтримки дебіторів міжнародними фінансовими організаціями	Не обов'язкова	Реструктуризація поєднується з вимогою підписання угоди про виділення траншів МВФ і альтернативне кредитування з інших джерел

*Джерело:* [62]

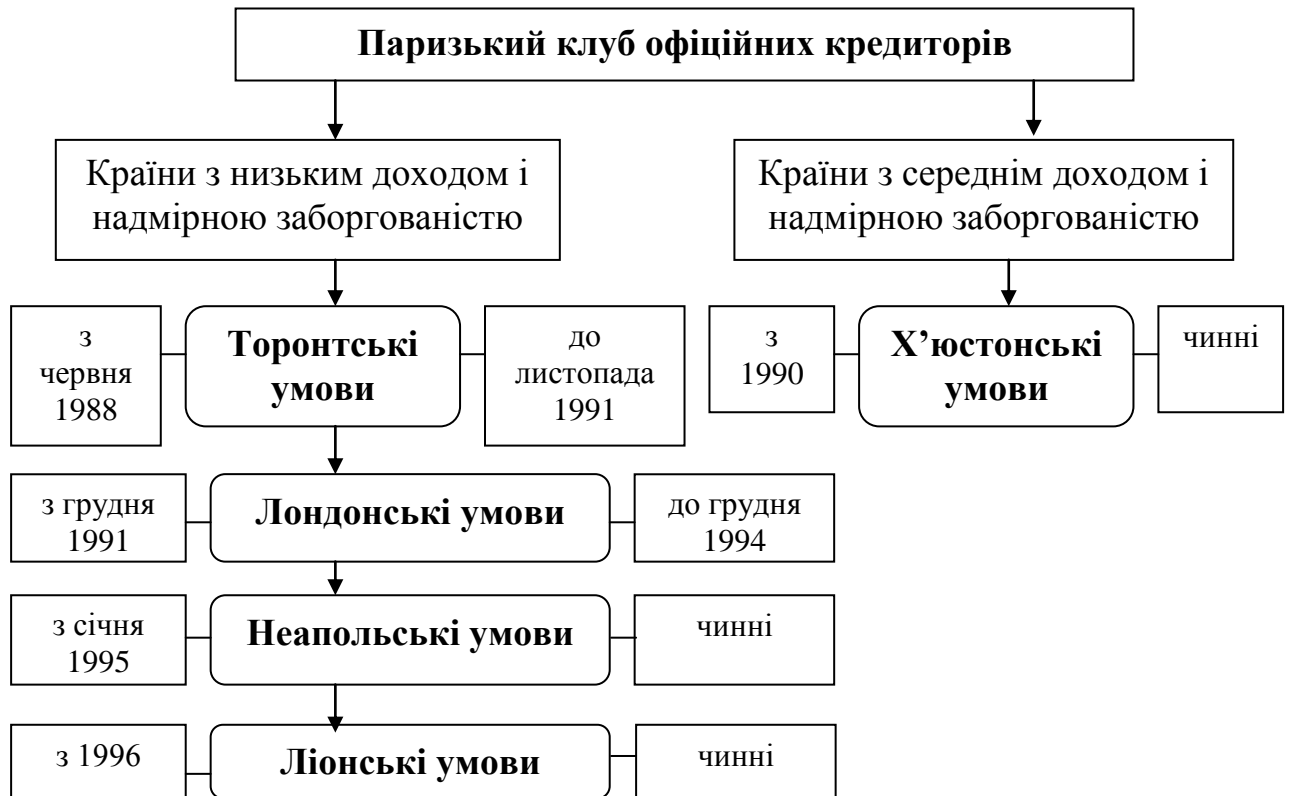
Важливою умовою реалізації цих схем є те, що країна-боржник має узгодити з МВФ програму економічного розвитку і скласти досить переконливий платіжний баланс, який би підтверджував, що у майбутньому реструктуризація заборгованості більше проводиться не буде.

Перші умови переоформлення офіційної заборгованості у рамках Паризького клубу, які були прийняті главами держав і урядів «великої сімки» у червні 1988 року для країн із низьким доходом і надмірною заборгованістю, називалися Торонтськими. Вони передбачали зниження відсоткової ставки на 3,5 відсоткових пункти нижче ринкової, або до 1/2 ринкової, значне подовження пільгового періоду і періоду погашення (за комерційними ставками) або часткове списання зобов'язань щодо обслуговування боргу (на 1/3) у період консолідації разом із переглядом умов погашення решти суми за комерційними ставками і на коротший строк, а також поєднання зазначених заходів.

У грудні 1991р. Торонтські умови замінено Лондонськими, які давали змогу боржникам здійснити 50-відсоткове списання боргу або зниження відсоткової ставки таким чином, щоб обслуговування боргу скоротилося на 50%. Непільговий варіант передбачав консолідацію боргу за комерційною відсотковою ставкою з 25-річним строком погашення і 14-річним пільговим періодом.

Сучасний варіант програми, що пропонується в рамках Паризького клубу країнам із низьким рівнем доходу, регламентується Неапольськими умовами,

що набрали чинності з січня 1995 р. Ці умови дають змогу суттєво зменшити борговий тягар найбідніших країн шляхом списання основного боргу або відсоткових виплат на 67%. З 1996 року у рідкісних випадках практикуються Ліонські умови, що передбачають списання боргів на 80%. Пільговий період складає 3-8 років, строк погашення позики становить 23-33 роки.



**Рис. 3.1. Умови реструктуризації позик в рамках Паризького клубу офіційних кредиторів**

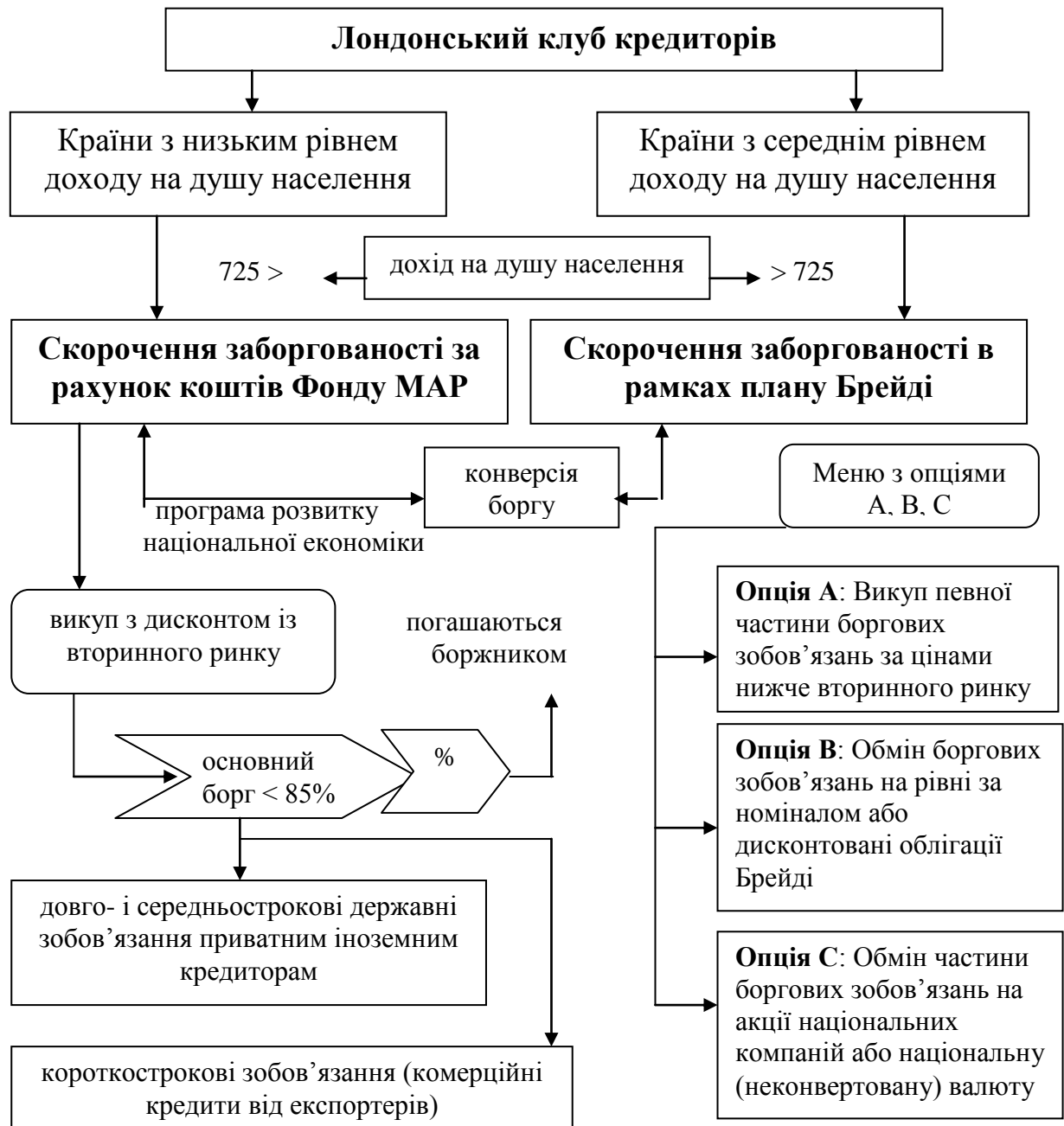
Джерело: [53]

У 1990 році відбулися радикальні зміни у політиці Паризького клубу стосовно країн із середнім доходом і надмірною заборгованістю. Прийняті у цьому році Х'юстонські умови допускають можливість погашення країнами-боржниками консолідованих позик у рамках офіційної допомоги розвитку упродовж 20 років, враховуючи 10-річний пільговий період. Консолідовані експортні кредити й офіційні позики, отримані в рамках офіційної допомоги розвитку, підлягають погашенню упродовж 15 років із періодом відстрочки платежів до 8 років.

Другий варіант передбачає реструктуризацію комерційного боргу у рамках Лондонського клубу кредиторів. Переоформлення заборгованості офіційним кредиторам здійснюється двома основними способами:

1) скорочення заборгованості у результаті викупу боргових зобов'язань із дисконтом із вторинного ринку країнами з низькими рівнем доходу за рахунок коштів Фонду скорочення заборгованості Міжнародної асоціації розвитку (це стосується лише кредитів, отриманих по лінії MAP) чи конверсії боргів;

2) зниження боргу і його обслуговування у рамках плану Брейді, запропонованого Адміністрацією США у 1989 році, чи конверсія боргів для країн із середнім рівнем доходу (рис. 3.2).



**Рис. 3.2. Умови реструктуризації позик в рамках Лондонського клубу кредиторів**

Джерело: [53]

Суть плану Брейді полягала в тому, щоб урізноманітнити форми фінансової підтримки країн, що розвиваються, розробити схеми, які дадуть змогу зменшити борг комерційним банкам і платежі щодо його обслуговування. Передбачаються такі форми:

– викуп боржником певної частини своїх боргових зобов'язань із знижкою (дисконтом) на вторинному ринку;

– обмін зобов'язань на цінні папери із меншим номіналом чи під нижчі відсотки (облігації Брейді) з довшим (більш як 10 років) періодом обертання і пільговим періодом виплати відсотків;

– обмін частини боргових зобов'язань і відсотків на національну (неконвертовану) валюту або на акції національних компаній країн-боржників.

Планом Брейді передбачається прийняття країною-боржником ухвалені МВФ і Світовим банком національної програми економічного розвитку, яка, як правило, включає такі заходи: контроль за грошовою масою, скорочення бюджетного дефіциту і темпів інфляції; приватизацію; у зовнішньоекономічній діяльності – лібералізацію торговельного і валютного режимів.

В першій половині 80-х рр. найбільші кредитори, перш за все транснаціональні банки, намагались розв'язати боргові проблеми в індивідуальному порядку за рахунок пролонгації кредитів, надання нових позик для обслуговування старих. Однак зазначені заходи проблему зовнішньої заборгованості не розв'язували, а тільки переносили на більш пізній термін. В той же час, багато країн-позичальників в цей період, висунувши тезу про взаємну відповідальність кредиторів і позичальників, запропонували зовсім відмовитись від платежів.

Подальше загострення кризи міжнародної заборгованості довело неефективність однобокого підходу до розв'язання цієї проблеми. У другій половині 80-х рр. країни, що розвиваються, висунули спільну програму врегулювання проблем зовнішньої заборгованості, що послугувало основою для розвитку й прийняття спільних заходів з боку міжнародних організацій, розвинених країн та країн, що розвиваються.

Механізм реструктуризації зовнішнього боргу містить наступні етапи:

1. Прийняття країною-позичальником програми стабілізації і економічної реформи, що підтримуються Міжнародною фінансовою корпорацією і Світовим банком за допомогою концесійних кредитів.

2. Згода Паризького клубу офіційних кредиторів на реструктуризацію боргу.

3. Проведення країною-боржником переговорів з приватними кредиторами і країнами, що не входять до клубу офіційних кредиторів, про реструктуризацію зовнішніх боргів на умовах, аналогічних вимогам Паризького клубу.

4. Списання на двосторонній основі боргів, що виникли в результаті отримання країною-боржником офіційної допомоги розвитку.

5. Надання нових концесійних кредитів країні-боржнику.

В результаті виконання зазначених заходів в країні-боржнику створюються умови для проведення структурних реформ, які дозволять в перспективі обслуговувати зовнішню заборгованість за рахунок покращення платоспроможності країни. Списання зовнішнього боргу застосовується дуже рідко і тільки в тому випадку, якщо ні за яких умов, навіть найбільш сприятливих, країна не зможе виконати свої зобов'язання.

Таким чином, на сьогоднішній день міждержавний механізм реструктуризації зовнішніх боргів країн є достатньо відпрацьованим. Він

дозволяє не тільки здійснювати управління різними типами заборгованості (приватною та офіційною), але й обирати варіант реструктуризації, що найбільше відповідає інтересам і боржників, і кредиторів.

#### **4. Особливості управління зовнішньою заборгованістю України.**

Основою системи управління державним зовнішнім боргом є безперервний моніторинг – збір, обробка та аналіз інформації – з метою оптимізації процесу управління ним. Аналізуючи інформацію про державний борг, розраховуючи оптимальні та критичні значення його показників, оцінюючи ризики, визначають рівень кредитоспроможності країни та необхідність застосування інструментів активного управління боргом. Важливою складовою аналізу державного зовнішнього боргу є дослідження періодизації його розвитку.

У момент проголошення незалежності Україна мала нульовий рівень державного зовнішнього боргу, оскільки всі зобов'язання, які впливали із запозичень колишнього СРСР, перебрала на себе Росія. Можна виділити декілька етапів формування та розвитку державного зовнішнього боргу України.

*Перший етап (1992-1993 рр.).* Період характеризується хаотичністю та відсутністю узгодженої політики у сфері зовнішніх запозичень. Початковий державний зовнішній борг виник унаслідок залучення позик у рамках кредитних ліній, відкритих під гарантії Кабінету Міністрів України. В 1992 році під державні гарантії залучено іноземних кредитів на загальну суму близько 396 млн. доларів США.

Державний борг України перед Росією оформлено міжурядовою угодою від 26 травня 1993 року. За угодою заборгованість мала погашатися впродовж 1996-1998 років у сумі 416,7 млн. доларів щорічно. У 1996 році погашено першу частку (416,7 млн. доларів), решту відповідно до міжурядової угоди від 20.03.1995 р. реструктуризовано. У червні 1993 року підписано угоду про державний кредит на 1993 рік, згідно з якою уряд Росії надавав державний кредит Україні на суму 203,9 млн. доларів. У 1996 році за цією угодою погашено 67,9 млн., а 136,0 млн. доларів – реструктуризовано. Борг України перед Молдовою відповідно до міжурядової угоди від 01.06.1993 р. становив 28,44 млн. дол. Його повністю погашено упродовж 1995-1996 рр.

На кінець першого етапу зовнішній державний борг України становив 3,624 млрд. доларів США, або 12,2% від ВВП. Причому 74,6% від загальної суми боргу припадало на заборгованість перед Росією. В ході цього етапу Україна не вдавалася до позик міжнародних організацій та комерційних запозичень, а показники, які характеризують боргову залежність держави, залишалися на низькому рівні.

*Другий етап (1994-1996 рр.).* Упродовж цього періоду темпи зростання зовнішнього державного боргу України були надзвичайно високими. За три роки сума боргу зросла майже в 2,5 рази. Таке зростання значною мірою зумовлено початком освоєння позик міжнародних організацій економічного



розвитку (Світового банку, Міжнародного валютного фонду, Європейського банку реконструкції та розвитку). Борг перед такими організаціями досяг майже 3,5 млрд. доларів, або близько 39% загального зовнішнього боргу країни.

Слід наголосити, що одержання кредитів від МВФ для підтримки платіжного балансу є головною передумовою надання зовнішніх позик для фінансування бюджетного дефіциту та інвестиційних проектів. Можливість залучення позик безпосередньо залежить від виконання погоджених із МВФ критеріїв ефективності (таких, як рівень чистих міжнародних резервів НБУ, монетарні показники, дефіцит консолідованого бюджету тощо).

У результаті змін цін на енергоносії сума платежів, накопичених тільки у зв'язку з несплатою газу, поставленого в Україну РАО «Газпром», наприкінці 1994 року сягнула суми 1,5 млрд. доларів. Така ситуація склалася внаслідок домінуючої ролі бартеру в торгівлі України з іншими країнами СНД та режиму подвійного валютного курсу. Негативним фактором у політиці зовнішніх запозичень залишалось нераціональне використання одержаних коштів замість їх розподілу на інвестиційні цілі стратегічно важливих галузей економіки.

Майже 35% приросту боргу в другому періоді припадає на країни СНД – у результаті врегулювання прострочених боргових зобов'язань перед Росією та Туркменістаном. Заходи, вжиті урядом України у 1995 році з урегулювання зовнішніх боргових зобов'язань цієї групи, позитивно вплинули на стан обслуговування боргу. Так, 20 березня 1995 р. укладено міжурядову угоду з Росією про реструктуризацію заборгованості України за державними кредитами, наданими у 1993 році.

Відповідно до міжурядової угоди від 5 листопада 1994 року оформлено борг України перед Казахстаном у сумі 1,246 млн. доларів. Зазначений борг погашено протягом 1994-1995 років у повному обсязі. Міжурядовою угодою від 5 листопада 1994 року визнано державний борг України перед Туркменістаном в обсязі 713,4 млн. доларів. Планові платежі з погашення основної суми цього боргу становлять 140,9 млн. доларів щорічно до 2001 року. Загальна сума заборгованості України за іноземними кредитами під державні гарантії упродовж другого етапу майже не змінилася і становила на кінець 1996 року 860 млн. доларів.

Таким чином, на другому етапі відбулися певні позитивні зрушення в управлінні боргом, визначилася політика в галузі запозичень. Було суттєво диверсифіковано джерела залучення кредитних ресурсів. Борг перед Росією на 01.01.1997 р. становив 3,501 млрд. доларів, або 39,6% від суми зовнішнього державного боргу України. Хоча в абсолютному вимірі борг перед Росією за три роки зріс майже на 30%, частка Росії в структурі зовнішнього боргу знизилася порівняно з першим етапом на 35%.

Відносні показники, які характеризують спроможність держави обслуговувати зовнішні зобов'язання, залишалися на задовільному рівні. Так, відношення боргу до ВВП у 1996 році становило 19,8%. Для порівняння, в ряді інших країн із перехідною економікою цей показник був набагато вищим: у Росії - 27,4%; Молдові – 49,1%; Угорщині - 51,8%. Інший важливий показник - відношення зовнішнього боргу до експорту - також залишався на відносно

низькому рівні й становив 43,4%. Це означає, що для погашення зовнішньої заборгованості Україні достатньо було використати менше половини її валютних надходжень від експорту продукції. Казахстану, наприклад, для цього слід було б витратити 61,5%, Молдові - 99%, Угорщині - 135,97, а Росії - майже півтора річних експортних потенціали. За рівнем цього показника серед постсоціалістичних країн Європи та СНД Україна поступалася лише країнам Балтії та Словенії. Негативним фактором у політиці зовнішніх запозичень залишалось нерациональне використання одержаних коштів: переважно на споживання, а не на інвестиційні цілі.

*Третій етап (1997 р. – вересень 1998 р.).* Характерною ознакою цього періоду є початок залучення зовнішніх комерційних позик. Тому дослідження боргу із цього часу слід проводити в розрізі трьох основних елементів:

- позик міжнародних фінансових організацій - Світового банку, Європейського співтовариства, Європейського банку реконструкції та розвитку, Міжнародного валютного фонду;
- комерційних кредитів іноземних банків, фінансово-кредитних та інших установ;
- позик та кредитних ліній іноземних держав.

Залучення коштів міжнародних організацій для фінансування дефіциту державного бюджету в 1997 році становило лише 311 млн., або 33% від запланованих 1,145 млрд. доларів. Основна причина зменшення надходжень від міжнародних фінансових організацій полягала в гальмуванні виконання Україною заходів щодо докорінного реформування економіки.

Недонадходження коштів, які можна було отримати на некомерційних засадах (на пільгових умовах), було частково компенсовано залученням комерційних позик. На комерційних засадах кошти мобілізувалися через уповноважених агентів та під гарантії іноземних інвестиційних компаній. Першу комерційну позику, яку отримала Україна, організовано компанією Nomura International у серпні 1997 року. Розмір позики - 397 млн. доларів, термін погашення - 1 рік. Наприкінці 1997 року отримано ще одну аналогічну позику, надану банком Chase Manhattan на суму 99 млн. доларів із терміном погашення 1 рік.

У лютому 1998 року випущено єврооблігації, номіновані в німецьких марках, на суму 750 млн. марок терміном на 3 роки. У квітні дорозміщено облігацій ще на 250 млн. марок. У березні 1998 року випущено українські єврооблігації, номіновані в євро, обсягом 500 млн. ЕКЮ терміном на 2 роки.

Важливою подією у процесі формування зовнішнього державного боргу стало підписання у 1997 році угоди між урядами України та Росії про взаєморозрахунки, пов'язані з розподілом Чорноморського флоту та перебуванням російського флоту на території України. Згідно з угодою, починаючи з 1 січня 1998 року, значна частина державного боргу України перед Росією погашається шляхом заліку плати за використання російським флотом земельних ділянок і розмішених на них об'єктів берегової інфраструктури, акваторій бухт, відшкодування екологічної шкоди тощо. Це означає, що починаючи з 1998 року Україна не здійснює грошових платежів на

користь Росії в рамках обслуговування та погашення державного боргу, що відповідно поліпшує показники навантаження на державний бюджет та відношення обсягу обслуговування боргу до експорту. Лише у 1998 році це дало Україні змогу зекономити 665 млн. доларів для обслуговування боргу.

З 1997 до вересня 1998 року зменшується частка надходження капіталу від міжнародних організацій через гальмування структурних реформ економіки та банківського сектора. Наприкінці 1997 року розпочалася світова фінансова криза, яка призвела до неочікуваного та масштабного падіння фінансових ринків Південно-Східної Азії. Наслідками цієї кризи для української економіки стали: відплив капіталу, припинення фінансування МВФ, зменшення обсягів інвестицій.

*Четвертий етап (вересень 1998 р. – початок 2000 р.).* Період після серпневої фінансової кризи 1998 року характеризується такими особливостями:

- суттєвим обмеженням доступу України до іноземних ринків капіталів, обумовленим, з однієї боку, фінансовою кризою в Росії, Азії та на інших світових фінансових ринках, а з другої - браком економічних реформ;
- перманентною загрозою настання випадку неплатоспроможності країни (дефолту) та проблемою збереження вітчизняної фінансової системи як такої;
- основним завданням системи управління державним боргом було забезпечити тимчасову перерву у здійсненні платежів з обслуговування та погашення державних боргів, щоб мати час, необхідний для проведення перетворень в економіці;
- необхідні відстрочки платежів за своїми зобов'язаннями країна отримала завдяки успішній реструктуризації державного боргу як перед внутрішніми, так і перед зовнішніми кредиторами.

Механізми вирішення боргової проблеми, що використовувалися на четвертому етапі, мали переважно короткостроковий, тактичний характер. Однак отриманий у результаті реструктуризації заборгованості час для здійснення економічних реформ використано неефективно, внаслідок чого на початку 2000 року загроза дефолту лише загострилася.

Обсяг державного зовнішнього боргу за цей період зріс більш як на 1 млрд. доларів і на початок 2000 року перевищив 12,4 млрд. доларів США, що становило близько 40,4% від ВВП. За міжнародними стандартами така частка боргу не свідчить про його критичний рівень, однак із точки зору ліквідності (відношення поточних платежів до наявних резервів та доходів бюджету) Україну найближчими двома роками очікувала напружена ситуація. Якби не було проведено реструктуризацію, то для виконання своїх зовнішніх зобов'язань у 2000 році уряд мав би спрямувати близько 40% запланованих доходів бюджету, або майже 250% наявних валютних резервів.

*П'ятий етап (початок 2000 р. – початок 2005 р.).* Головна його ознака – прагнення України реалізувати на практиці довгострокові механізми вирішення боргової проблеми, оскільки короткострокові заходи, до яких вдавалися протягом четвертого етапу, призвели лише до загострення ситуації. Вирішення проблеми боргового навантаження здійснюється за трьома напрямками:

- реструктуризація боргу перед комерційними кредиторами;

- створення умов для надання Україні кредиту під МВФ у рамках програми розширеного фінансування, що є необхідною передумовою реструктуризації боргу перед Паризьким клубом;
- залагодження проблеми боргу перед Паризьким клубом і Туркменістаном.

У результаті вжитих заходів у рамках активного управління зовнішнім боргом Україні вдалося вирішити проблему значного навантаження платежів із обслуговування та погашення боргу, які припадали на 2000-2001 рр., зменшити протягом першого кварталу 2000 р. обсяг державного зовнішнього боргу на 1,5 млрд. доларів, а також створити передумови для відновлення програми співробітництва з МВФ та іншими міжнародними організаціями економічного розвитку.

*Шостий етап (початок 2005 р. – середина 2008 р.).* Доцільність виділення цього етапу пов'язана з тим, що він може вважатися переломним у динаміці зовнішнього корпоративного боргу України. Саме в 2005 р. відбулося істотне нарощування зовнішніх боргових зобов'язань підприємствами і банками. За рік зовнішня заборгованість комерційних банків зросла на 3,56 млрд. дол. і станом на початок 2006 р. досягла 6,22 млрд. дол., тоді як у нефінансових підприємств відповідні показники становили 3,58 млрд. дол. і 18,11 млрд. дол. (з урахуванням короткострокових боргів).

В результаті, станом на початок 2006 р. обсяги зовнішньої заборгованості корпоративного сектора економіки в 1,8 рази перевищили зовнішню заборгованість держави. На перший погляд, цей етап прямо не пов'язаний з формуванням зовнішнього державного боргу України. Однак стан зовнішньої корпоративної заборгованості може суттєво впливати на загальний рейтинг платоспроможності держави і її позиції в сфері зовнішніх запозичень.

*Сьомий етап (середина 2008 р. – початок 2010 р.).* Етап характеризується помітним зростанням зовнішнього державного боргу України у зв'язку з тим, що в умовах світової економічної кризи МВФ прийняв рішення про надання Україні дворічної кредитної лінії за програмою Stand-By.

*Восьмий етап (2010-2013 рр.).* Цей період характеризується посиленням політичної готовності до стабілізації економіки України. Це обумовило підвищення довгострокових та короткострокових кредитних рейтингів країни.

*Дев'ятий етап (2014 р. – теперішній час).* Сучасний період характеризується ускладненням ситуації у сфері зовнішнього боргу, що пов'язано як з впливом збройного конфлікту на сході України на стан національної економіки, так і з настанням термінів розрахунків за зовнішніми запозиченнями.

Таким чином, особливості ситуації із зовнішнім боргом України на кожному часовому етапі його формування визначали конкретні напрями державної політики управління зовнішніми запозиченнями. Для того, щоб труднощі з обслуговування державного зовнішнього боргу не стали на заваді майбутньому економічному розвитку країни, надзвичайно важливо здійснити вибір адекватної стратегії управління державним боргом і досконально оволодіти технікою його реструктуризації.

Сучасний фінансовий стан України, що характеризується безперервними реструктуризаціями, переговорами з кредиторами і відсутністю чітких перспектив щодо повного і своєчасного обслуговування державних боргів в майбутньому, свідчить про те, що держава фактично може зіткнутися з проблемою боргової кризи. Реструктуризація зовнішнього державного боргу виключно у формі пролонгації позик тільки загострює існуючі проблеми, оскільки збільшує тягар процентних виплат і переносить час боргових платежів на майбутнє.

Щоб послабити борговий тиск на бюджет і платіжний баланс, а також створити умови для економічного зростання, Україна повинна добиватися укладання з кредиторами угод про реструктуризацію боргу на умовах зменшення боргових виплат і обміну боргових зобов'язань держави на майнові активи. При цьому доцільно враховувати багатий світовий досвід щодо врегулювання зовнішньої заборгованості.

Сьогодні Україна має законні підстави добиватися залучення схем реструктуризації, в рамках яких відбувається часткове зменшення розміру державного боргу та процентних виплат. Досягнення поступок з боку кредиторів вимагає вироблення чіткої переговорної позиції. Необхідно акцентувати увагу на тому, що Україна не зможе виконувати свої платіжні зобов'язання, якщо її економіка продовжуватиме занепадати під тиском значних боргових виплат. Не можна також виключати і ймовірність дефолту, оголошення якого суперечить інтересам кредиторів, отже, вони самі намагатимуться не допустити його.

Спираючись на міжнародний досвід і відстоюючи власні національні інтереси, Україна повинна також залучити механізми активного управління зовнішнім боргом, започаткувавши погашення боргів товарними поставками, викуп державних облігацій на вторинному ринку за гроші.

Для врегулювання боргових проблем країн, переобтяжених зовнішнім боргом, світовою практикою напрацьовано багато схем, які передбачають зменшення боргового тягаря: до вартості боргових зобов'язань застосовуються спеціальні знижки, що враховують котирування цінних паперів на вторинному ринку. Такий підхід дає переваги для обох сторін: держава-боржниця викупує свій борг із знижкою, а кредитор одержує матеріальні або фінансові активи, вартість яких перевищує ринкову вартість боргових зобов'язань.

Одним з методів зниження боргового навантаження є викуп боргових зобов'язань держави на вторинному ринку з дисконтом за іноземну валюту. Для цього можуть використовуватися як офіційні валютні резерви країни, так і кредити міжнародних фінансових організацій. У цілому застосування запропонованих методів зниження боргового навантаження сприятиме обмеженню боргової залежності української економіки, що, у свою чергу зумовить оздоровлення соціально-економічної ситуації в державі.

Ще більше значення для України має досвід східноєвропейських країн через подібність господарського механізму, а також спільність проблем перехідного періоду. Відповідно до класифікації Світового банку Польща і Болгарія на момент розпаду РЕВ були віднесені до категорії країн із середнім

рівнем доходу, сильно обтяжених зовнішнім боргом. Для реструктуризації зовнішньої заборгованості приватним кредиторам використовувалася програма зниження боргу і його обслуговування у рамках плану Брейді. Одним із основних елементів останнього є механізм обміну боргу на акціонерний капітал, що проводиться у двох основних напрямках: конверсія частини зовнішньої заборгованості в акції підприємств країни-боржника і конверсія зовнішньої заборгованості в іноземній валюті у внутрішні боргові зобов'язання.

Схема сек'юритизації є доволі перспективним інструментом управління зовнішнім державним боргом України. Але досягнення позитивного ефекту від її використання передбачає не тільки грамотне ведення переговорів з кредиторами щодо зміни оригінальних умов обслуговування боргу, а й також ефективний борговий менеджмент (аналіз і прогнозування ситуації на ринку державних боргових зобов'язань, вибір найсприятливішого моменту для заміни боргових інструментів новими тощо).

Україні необхідна розробка довгострокової стратегії управління зовнішнім боргом, яка б містила апробовані у світі інструменти, а саме: розвиток експортного потенціалу і скорочення некритичного імпорту; тимчасове підвищення норми обслуговування боргу і здійснення дійового валютного контролю; ефективне використання механізмів ринкової конверсії боргових зобов'язань в облігації; конверсію боргових зобов'язань у прямі інструменти капіталовкладення в процесі здійснення приватизації; перетворення державного боргу в іноземні прямі та портфельні інвестиції; викуп зі знижкою боргів на вторинному ринку і переведення їх у зобов'язання, які підлягають оплаті в національній валюті за номіналом або зі знижкою; збільшення привабливості вкладів у національній валюті; залучення середньострокових і довгострокових кредитних ресурсів; суттєве збільшення приватизації привабливих підприємств і залучення до бюджету доходів з метою спрямування їх на виплату зовнішнього боргу; здійснення жорсткої бюджетної політики і за рахунок цього отримання фактичного профіциту державного бюджету; конверсію частини державного боргу в майнові активи на території України; погашення зовнішнього боргу повністю або частково в національній валюті; постійна підтримка високого кредитного рейтингу країни.

Незважаючи на прагнення зменшити залежність національної економіки від зовнішніх запозичень шляхом активного залучення кредитних коштів на внутрішньому ринку, Україна найближчим часом не зможе обійтися без міжнародних кредитів з огляду на обмежені можливості внутрішнього кредитного ринку. Політика України з подальшого розширення запозичень на зовнішніх ринках має спиратися на: обов'язковість випереджального зростання ВВП (порівняно з експортом); поліпшення структури експорту; підвищення ефективності використання коштів, залучених на світових ринках.

Необхідність створення в Україні довгострокових умов для стабільності фінансової системи, забезпечення стійкої зовнішньоекономічної позиції держави, недопущення надмірного зростання боргового навантаження на економіку країни, розширення інвестиційного потенціалу реального сектора економіки та повноцінної інтеграції національної економіки у

світогосподарський комплекс актуалізує проблему розробки довгострокової концептуальної основи управління зовнішнім державним боргом України.

Необхідно зазначити, що не варто переоцінювати роль зовнішніх позик у розв'язанні фундаментальних завдань економічного розвитку – вдосконалення виробничо-технічної бази і технологічного оновлення виробництва. Насамперед, необхідно мобілізувати внутрішні джерела для інвестицій у національну економіку, а також створити загальні економічні умови для їх ефективного використання. У цьому контексті першочерговими завданнями економічної політики в Україні виступають підвищення норми внутрішніх заощаджень і створення умов для їх трансформування у продуктивні інвестиції; припинення відпливу вітчизняного капіталу за межі країни; раціональне використання доходів від експорту та забезпечення міжгалузевого переливу капіталів у рамках національної економіки.

### **Контрольні питання до теми 3**

1. Поясніть сутність та охарактеризуйте еволюцію проблеми зовнішньої заборгованості.
2. Розкрийте етапи розвитку теорії зовнішньої заборгованості.
3. Назвіть чинники розвитку кризи міжнародної заборгованості.
4. Охарактеризуйте види зовнішньої заборгованості.
5. Які показники використовуються для оцінки зовнішнього боргу?
6. Розкрийте зміст терміну «реструктуризація боргу». Які міжнародні інститути здійснюють узгодження процесу реструктуризації боргів?
7. Охарактеризуйте напрямки діяльності Лондонського клубу.
8. Поясніть, у чому полягає роль Паризького клубу кредиторів у врегулюванні зовнішньої заборгованості країн.
9. Охарактеризуйте умови реструктуризації боргів в рамках Паризького клубу.
10. Назвіть методи реструктуризації боргу.
11. Охарактеризуйте способи конверсії зовнішнього боргу.
12. Визначте етапи формування та управління зовнішньою заборгованістю України.

## ТЕМА 4. СВІТОВА ВАЛЮТНО-ФІНАНСОВА СИСТЕМА ТА ЕТАПИ ЇЇ ЕВОЛЮЦІЇ

1. Міжнародні валютні відносини та валютні системи.
2. Етапи розвитку світової валютної системи.
3. Напрями трансформації світової валютно-фінансової системи.
4. Сучасний стан та перспективи розвитку процесів регіональної валютної інтеграції.

### 1. Міжнародні валютні відносини та валютні системи.

Сучасна світова економіка характеризується розширенням і зміцненням господарських зв'язків між країнами і регіонами світу. Важливою складовою цих зв'язків є взаємний обмін результатами господарської діяльності. В більшості випадків такий обмін і пов'язані з ним міжнародні розрахунки здійснюються в грошовій формі. При цьому грошовій одиниці країни протиставляються грошові одиниці інших країн. Поки національні гроші знаходяться в межах країни, в якій вони здійснюють обіг, вони залишаються національними грошовими одиницями. Коли ж через різні обставини гроші виходять за межі національної економіки, тобто обслуговують міжнародні економічні відносини і використовуються як міжнародна розрахункова одиниця або міжнародний засіб обігу і платежу, вони реалізують себе у функції світових грошей. Функціональною формою світових грошей є валюта. Реалізація грошей як валюти є найвищою формою їх функціонального застосування.

Термін «*валюта*» походить від італійського «*valuta*», що в перекладі означає «вартість» або «цінність» [79]. Валюта – це грошова одиниця, яка прирівнюється в певних пропорціях до грошових одиниць інших країн і частково виконує функції світових грошей.

Залежно від емітента валюта ділиться на три різновиди:

- національна валюта;
- іноземна валюта;
- колективна валюта.

Національна валюта передбачає використання національних грошей як міжнародного засобу обігу та платежу. Іноземна валюта – це іноземні грошові знаки у вигляді банкнот, казначейський білетів, монет, які знаходяться у міждержавному обігу. Колективні валюти – це спеціальні міжнародні грошові одиниці, що функціонують як на світовій, так і на регіональній основі.

Залежно від режиму використання і обігу виділяють:

- вільно конвертовану (повністю обігову) валюту;
- частково конвертовану валюту;
- неконвертовану (замкнену) валюту.

*Вільно конвертовані валюти* без державного втручання без будь-яких перепон обмінюються на інші валюти. Вільно конвертованими валютами є



грошові одиниці розвинутих країн та країн-лідерів у торгівлі нафтою. *Частково конвертована валюта* – це валюта, обмін якої обмежений для певних суб'єктів або за певними операціями. Частково конвертованими є валюти країн СНД, Східної Європи, Латинської Америки, Північної Африки. *Неконвертована валюта* не обмінюється на інші валюти і попит на неї на світовому валютному ринку відсутній. Неконвертованими є валюти найбільш слабо розвинутих країн Африки та Азії.

У світовому господарстві валюта виступає на двох рівнях: як *міжнародна торгова валюта* (служить для оцінки міжнародних торгових операцій, є об'єктом продажу на міжнародних валютних ринках) і *міжнародна резервна валюта* (пов'язана з відносинами країн один з одним як суб'єктами держави; використовується для покриття дефіциту платіжного балансу, кредиту, фінансової допомоги; слугує базою визначення валютних паритетів та курсів; широко використовується для проведення валютних інтервенцій).

В умовах господарського зближення націй валютні відносини стають істотною ланкою всієї системи зовнішньоекономічних зв'язків держав. Міжнародні валютні відносини є однією з найбільш динамічних форм міжнародних економічних відносин і виникають при використанні грошей у світогосподарських зв'язках.

***Міжнародні валютні відносини*** – це сукупність валютних і розрахункових відносин, що обслуговують взаємний обмін результатами діяльності національних господарств.

Валютні відносини включають поточні зв'язки, в які вступають юридичні і фізичні особи (фірми, державні і приватні організації, окремі особи тощо) при здійсненні міжнародних розрахунків, кредитних і валютних операцій. Міжнародні валютні відносини також розглядають як сукупність відносин у сфері грошей і кредиту, які опосередковують рух товарів, капіталів і послуг між країнами, регіонами, фірмами, банками, підприємствами, фізичними особами. Система міжнародних валютних відносин охоплює всю світову економіку. Її функціонування і розвиток пов'язані з обслуговуванням всього комплексу економічних зв'язків, включаючи обслуговування зовнішньої торгівлі, вивіз капіталу, надання позик, науково-технічний обмін, розвиток туризму тощо.

Функціонування системи валютних відносин здійснюється на основі валютного механізму.

***Валютний механізм*** представляє собою комплекс економічних, правових норм і інститутів, що їх представляють (Статут МВФ і сам Фонд, міжнародні угоди з валютних питань, регіональні фінансові установи).

Валютні відносини є похідними від зовнішньоекономічних операцій, і тому вони змінюються разом з ними як якісно, так і кількісно. Тому валютні відносини є мобільнішою, більш рухливою стороною (складовою частиною) валютної системи. Валютний механізм, навпаки, повинен бути більш

стабільним: складна сукупність правових норм і установ не може знаходитися в стані постійних змін, оскільки це стало б дезорганізуючим чинником у функціонуванні валютної системи і ринкової економіки в цілому.

Розвиток валютних відносин обумовлений об'єктивними передумовами – удосконаленням міжнародного поділу праці і спеціалізацією виробництва, інтернаціоналізацією всього комплексу відтворення і суспільно-політичного життя держав. Визначальний вплив на їх поглиблення здійснює формування на світовому ринку інтернаціональної вартості товарів і послуг, а звідси – розвиток інтернаціоналізації грошових відносин.

Валютні відносини як сукупність зв'язків між суб'єктами міжнародного обміну з'явилися давно, з впровадженням і використанням грошей і грошових систем різних країн і регіонів, а також з розвитком товарного виробництва і розширенням обміну. Грошова економіка, торговий капітал, які почали бурхливо розвиватися починаючи з XIII століття, були рушійною силою, яка сприяла формуванню валютних відносин між країнами.

У свою чергу, валютні відносини не є пасивною структурою світового господарства. Вони здійснюють активну зворотну дію на його якісні перетворення, зокрема, на забезпечення системної збалансованості і економічної рівноваги світових господарських зв'язків. Через всебічний розвиток валютних відносин замкнуті економічні системи світового ринку трансформуються у відкриті, що обумовлює їх взаємне зближення, інтеграцію.

Функціональні структури валютних відносин утілюються в історично-конкретних валютних системах.

**Валютна система** розглядається як форма правової та інституційної організації валютних відносин. З економічної точки зору, *валютна система* є сукупністю валютно-фінансових відносин, що історично склалися на основі інтернаціоналізації господарських зв'язків, і обслуговують (опосередковують) ці зв'язки. З організаційно-інституційної точки зору, *валютна система* – це сукупність матеріально-технічних засобів і фінансово-правових структур, за допомогою яких здійснюються грошові (валютні) розрахунки.

Валютні відносини, маючи відносну самостійність, через платіжні баланси, валютні курси, кредитні і розрахункові операції здійснюють суттєвий вплив на хід суспільного відтворення, напрям, темпи і пропорції економічного розвитку окремих країн, їх міжнародні економічні відносини. Еволюція валютних відносин обумовлена розвитком продуктивних сил, поглибленням міжнародного поділу праці. Соціально-економічна суть валютних відносин полягає в забезпеченні необхідних умов для здійснення відтворення в рамках усесвітнього господарства. Суб'єктами валютних відносин виступають держави, фізичні особи, підприємства, що здійснюють зовнішньоекономічну діяльність. Ці відносини реалізуються через певний механізм, що встановлює порядок випуску і використання засобів міжнародних розрахунків і платежу, правила встановлення обмінних курсів тощо.

Таким чином, *валютна система* – форма організації і регулювання валютних відносин, закріплена національним законодавством або міждержавними угодами. Залежно від масштабів і характеру функціонування розрізняються національні, регіональні і міжнародні валютні системи.

*Національна валютна система* формується на основі інтернаціоналізації господарських зв'язків, національного законодавства і державно-правових норм організації валютних відносин країни з урахуванням міжнародного права. Ця форма валютної системи виконує наступні основні функції: обслуговування міжнародного (зовнішнього) платіжного обороту країни; формування валютних ресурсів, необхідних для нормального процесу суспільного відтворення.

*Міжнародна (світова) валютна система* формується на базі міжнародного поділу праці, в процесі становлення і розвитку світового господарства і закріплюється міждержавними угодами. Ця форма валютної системи обслуговує взаємний обмін результатами діяльності національних господарств світової спільноти.

Історично спочатку виникли національні валютні системи, закріплені національним законодавством з урахуванням норм міжнародного права. Національна валютна система є складовою частиною грошової системи країни, хоча вона відносно самостійна і виходить за національні межі, її особливості визначаються ступенем розвитку і станом економіки і зовнішньоекономічних зв'язків країни.

Національна валютна система нерозривно пов'язана зі світовою валютною системою – формою організації міжнародних валютних відносин, закріпленої міждержавними угодами. Хоча світова валютна система переслідує глобальні цілі і має особливий механізм функціонування, вона тісно пов'язана з національними валютними системами. Цей зв'язок здійснюється через національні банки, що обслуговують зовнішньоекономічну діяльність, і виявляється в міждержавному валютному регулюванні і координації валютної політики провідних країн. Взаємний зв'язок національних і світової валютних систем не означає їх тотожність, оскільки різні їх завдання, умови функціонування і регулювання, вплив на економіку окремих країн і світове господарство. Між цими формами валютних систем є певний взаємозв'язок через різного роду кредитно-фінансові інститути, які обслуговують і регулюють валютно-фінансові відносини. Зв'язок і відмінність національних і світової валютних систем виявляються в їх елементах, наведених в таблиці 4.1.

Таким чином, світова валютно-фінансова система представляє собою порядок розрахунків між учасниками платіжного обороту, що історично склався на базі розвитку товарного виробництва, грошового обігу і міжнародних економічних відносин, з властивою йому системою валютно-фінансових установ, регламентується міжурядовими угодами і статутами міжнародних організацій.

Регіональна валютна система формується на основі інтеграційних процесів, утворення міждержавних регіональних економічних угруповань. Ця форма валютної системи покликана обслуговувати міжнародний платіжний оборот країн-членів інтеграційного угруповання. Як правило, функціонування

регіональної валютної системи базується на використанні спільної або єдиної валюти країнами-учасницями.

Таблиця 4.1

### Основні елементи національної та світової валютних систем

<i>Елементи національної валютної системи</i>	<i>Елементи світової валютної системи</i>
Національна валюта	Резервні валюти, міжнародні рахункові валютні одиниці
Умови конвертованості національної валюти	Умови взаємної конвертованості валют
Паритет національної валюти	Уніфікований режим валютних паритетів
Режим курсу національної валюти	Регламентація режимів валютних курсів
Наявність або відсутність валютних обмежень, валютний контроль	Міждержавне регулювання валютних обмежень
Національне регулювання міжнародної валютної ліквідності країни	Міждержавне регулювання міжнародної валютної ліквідності
Регламентація використання міжнародних кредитних засобів обігу	Уніфікація правил використання міжнародних кредитних засобів обігу
Регламентація міжнародних розрахунків країни	Уніфікація основних форм міжнародних розрахунків
Режим національного валютного ринку і ринку золота	Режим світових валютних ринків і ринків золота
Національні органи, що регулюють валютні відносини країни	Міжнародні організації, що здійснюють міждержавне валютне регулювання

Джерело: [78]

Головним завданням світової, регіональних та національних валютних систем є регулювання сфери міжнародних розрахунків і валютних ринків для забезпечення стійкого економічного зростання, стримання інфляції, підтримки рівноваги зовнішньоекономічного обміну і платіжного обороту. За допомогою міжнародної валютної системи здійснюється перелив фінансових ресурсів з однієї країни в іншу або блокується цей процес, розширюється або обмежується ступінь національної економічної самостійності. Світова валютна система є найважливішим механізмом, який значною мірою може сприяти розширенню або обмежити інтенсивність міжнародних економічних відносин. Тому розвиток міжнародних економічних відносин до певної міри зумовлений характером світової валютної системи і дієвістю функціонування її інститутів.

## 2. Етапи розвитку світової валютної системи.

Еволюція світової валютної системи визначається розвитком і потребами національної економіки і світового господарства, змінами, які відбуваються в міжнародних економічних відносинах. Зміна структури світового господарства і співвідношення сил на світовій арені спричиняє заміну існуючої форми міжнародної валютної системи на нову. Еволюція міжнародної валютної системи протікає під впливом поглиблення міжнародного поділу праці і пов'язаного з цим посилення тенденції до інтернаціоналізації господарських зв'язків, глобалізації світової економіки. Еволюція світової валютної системи

проявляється, передусім, в зміні типу грошової системи та матеріалу, з якого виготовляються гроші.

В процесі розвитку грошових відносин гроші виступали в двох основних формах – у вигляді металевих (золотих або срібних) і паперово-кредитних знаків. Відповідно, в основі еволюції грошового матеріалу лежить зміна в співвідношенні між цими типами грошей в процесі суперництва між ними за провідну роль у валютній системі. В результаті цієї конкуренції спостерігається процес деметалізації грошей, тобто втрати золотом та іншими грошовими металами функцій загального вартісного еквівалента.

Центральним елементом світової валютної системи, що відображає її грошову структуру, є міжнародні торгові та резервні валюти. За весь час існування світової валютної системи в якості міжнародних валют виступали різні грошові одиниці, які найбільш часто використовувалися для здійснення міжнародних розрахунків, проведення валютних операцій, зовнішніх запозичень. Наприкінці ХХ – на початку ХХІ століть світове фінансове середовище опинилось під дією багатьох нових чинників (зростання масштабів фінансової глобалізації, лібералізація руху капіталів, розвиток інформаційних технологій, поява нових валют тощо). З іншого боку, змінювалися внутрішні економічні умови функціонування національних економік країн світу. Все це призвело до певних змін у сучасній системі використання провідних міжнародних валют.

В процесі розвитку світової валютної системи змінювалися основні принципи її функціонування, і, перш за все, це стосувалося зміни переліку провідних валют. Так, функціонування Паризької валютної системи спиралося на використання в якості світових грошей золота. Генуезька система доповнила використання золота застосуванням девізів (платіжних вимог, деномінованих у іноземних валютах). Бреттон-Вудська система була пов'язана із домінуванням долара США. Після впровадження Ямайської системи на зміну золотодевізному стандарту прийшов багатовалютний стандарт, який передбачає використання в якості міжнародних розрахункових засобів окрім долара США національних валют розвинених країн світу та наднаціональних грошових одиниць.

У своєму розвитку світова валютна система і міжнародні валютні відносини пройшли наступні етапи:

- I. Система золотого стандарту (Паризька валютна система).
- II. Система золотодевізного стандарту (Генуезька валютна система).
- III. Система золотодоларового стандарту (Бреттон-Вудська валютна система).
- IV. Система багатовалютного стандарту (Ямайська валютна система).

Період виникнення *системи золотого стандарту* – ХІХ ст. – початок ХХ ст., коли центральну роль в міжнародній валютно-кредитній системі відігравало золото. Початок створення системи золотого стандарту був покладений Банком Англії в 1821 р. Офіційне визнання система золотого стандарту отримала на конференції в Парижі в 1867 р. Сутність золотого стандарту полягає в тому, що основу грошового обігу складає золото, яке

виконує роль загального еквівалента. Це одна з форм монометалізму, а саме золотий монометалізм.

Система золотого стандарту базувалась на наступних головних *принципах*:

- золото виконує у світовому масштабі всі функції грошей, тобто служить мірою вартості, засобом обігу, платежу і накопичення, тобто золоті монети є головною формою грошей;

- національні валюти країн у вигляді різних форм і видів грошей (металеві, паперові, кредитні) грають функціонально підлеглу роль і розмінюються на золото за номіналом. Розмін здійснюють як приватні комерційні банки, що завжди мають в своєму розпорядженні певний резерв золотих монет, так і центральні банки, що зберігали національні запаси золота;

- золотий вміст кожної грошової одиниці встановлюється законодавчо і підтримується державою;

- існує вільна взаємна конвертація валют на основі золотого паритету, тобто співвідношення вагового вмісту в них чистого золота. Наприклад, золотий зміст англійського фунта стерлінгів складав 7,323 г (близько 1/4 унції) чистого золота, а долара - 1,505 г (близько 1/20 унції). Звідси, золотий паритет фунта стерлінгів в доларах складав 4,87. Золотий паритет обумовлює стійкі валютні курси, які відхиляються від валютних паритетів в дуже вузьких межах;

- здійснюється вільна, або відкрита чеканка золотих монет, тобто кожен має право представити на державний монетний двір метал в зливках для перекарбовування його в монети. До інших монет застосовується закрита чеканка;

- можливе вільне ввезення і вивіз золота; золото постійно пересувається між країнами. Проте, переважна частина міжнародних розрахунків проводиться безготівковим способом (шляхом переказу валюти між банками). Золото використовувалося лише в крайніх випадках, як останній засіб погашення дефіциту платіжного балансу.

Золотий стандарт існував у формі золотомонетного, золотозливкового і золотодевізного стандартів.

*Золотомонетний стандарт* передбачав здійснення вільного (відкритого) карбування золотих монет і вільний обмін паперових грошей (банкнот) на золото. Відкрите карбування монет означало, що кожна особа, яка мала запаси золота, могла представити на державний монетний двір метал в зливках і замовити виготовлення певної кількості монет. При системі *золотозливкового стандарту* карбування монет стало закритим, однак банкноти продовжували вільно обмінюватися на золото. За системи *золотодевізного стандарту* поряд із золотом в обігу знаходилися девізи (платіжні засоби в іноземній валюті). Банкноти повинні були обмінюватися на девізи, а девізи – на золото.

В період дії золотого стандарту золото знаходилося в обігу у вигляді карбованих монет як на зовнішньому, так і на внутрішніх ринках, що забезпечувало фактичну тотожність національної грошової та валютної систем. Різниця між ними полягала в тому, що на світовому ринку золото як засіб платежу приймалося на вагу. Країни, які дотримувалися золотого стандарту,

повинні були забезпечувати жорстке співвідношення між наявними запасами золота і кількістю грошей в обігу, а також вільну міграція золота – його експорт та імпорт. Завдяки такій міграції золота покривалося пасивне сальдо платіжних балансів, чим забезпечувалася відповідна стабільність в системі валютних відносин.

Система золотого стандарту грала важливу роль в процесі розвитку міжнародних торгових відносин, інтернаціоналізації виробництва і мала наступні переваги:

- система забезпечувала грошам повну конвертованість;
- система забезпечувала відсутність різких коливань валютних курсів. Це пояснюється тим, що система золотого стандарту вимагала від кожної країни-учасниці обмінювати свою національну валюту на золото за фіксованим курсом;

- система сприяла підвищенню стійкості купівельної спроможності грошей, забезпечувала низьку інфляцію. Оскільки золото – метал достатньо рідкісний, то доволіно збільшити його кількість, що знаходиться у розпорядженні банків і уряду, непросто. Тому неможливо було вільно збільшувати масштаби грошового обігу, тобто випускати в обіг додаткові паперові гроші. Це означає, що при реальному золотому стандарті інфляція була вельми незначною;

- володіючи єдиною, загальновизнаною міжнародною (світовою) валютою, золотий стандарт сприяє зближенню національних економік, формуванню світового господарства, швидкому розвитку світогосподарських зв'язків, міжнародної торгівлі, міжнародного руху капіталів;

- золотий стандарт сприяв автоматичному врівноваженню платіжних балансів окремих країн.

У той же час система золотого стандарту мала значні недоліки:

- у цій системі існував жорсткий взаємозв'язок між обміном грошової маси, що знаходилася у світовому обігу, і обсягами видобутку і виробництва золота. Відкриття нових родовищ золота і зростання його видобутку приводили до світової інфляції, а відставання виробництва золота від зростання реального виробництва і торгівлі вело до дефіциту наявних грошових коштів;

- в умовах золотого стандарту суттєво обмежувалася можливість проведення окремими державами самостійної національної грошово-кредитної політики, спрямовану на вирішення внутрішніх економічних проблем;

- золотий стандарт не забезпечував рівноваги поточних платежів багатьох країн. Якщо європейські промислово розвинені країни мали поточне позитивне сальдо, решта країн відчувала гострий структурний дефіцит;

- ця валютна система була далеко не нейтральною, їй була властива до певної міри регіональна обмеженість: вона надавала значні переваги одним країнам і призводила до значних збитків в інших країнах [113].

У довгостроковому періоді причини, що зумовили крах золотого стандарту і неминучість переходу до іншої форми валютної системи, можна розділити на три категорії. Перша категорія причин – нові явища і процеси в ринковій економіці розвинених країн, що відбувалися з початку ХХ ст., а саме:

наростаючі темпи і масштаби виробництва; ускладнення структури капіталістичного господарства (виникнення нових галузей виробництва, поглиблення спеціалізації і кооперації в промисловості); зміни в інституційно-організаційній структурі, зокрема, зростання ролі великих корпорацій і банків, які зосереджували в своїх руках все більшу частину господарського потенціалу.

Все це вимагало значно більше, ніж раніше, засобів обігу і платежу, вимагало додаткової емісії кредитно-паперових грошових коштів. Але цей додатковий випуск обмежувався золотими запасами, кількістю золотих монет, необхідних для вільної конверсії паперових грошей.

Друга категорія причин пов'язана із зростаючим ступенем інтернаціоналізації господарських зв'язків (розширення масштабів зовнішньої торгівлі, збільшення експортно-імпоротної квоти ВВП, наростаючі міжнаціональні переміщення капіталів). Це вимагало нових ліквідних платіжних засобів, у тому разі іноземних паперових грошей, векселів і інших фінансових інструментів. Проблема посилювалася далеко нерівномірним розподілом золотих резервів між країнами.

Третя категорія причин розпаду золотого стандарту пов'язана з важливими соціально-політичними подіями в світовій спільноті в другому і третьому десятиліттях ХХ століття, з нестабільністю в світовій економіці і міжнародних відносинах, загостренням соціально-економічних і політичних суперечностей, боротьбою за ринки збуту і нові території [113].

Все це також вимагало величезних фінансових ресурсів, певного коректування системи регулювання, нової системи господарського механізму, зокрема активнішої участі держави в господарському житті. У ринковій економіці така участь, тобто державне регулювання економіки, можлива лише за допомогою державної кредитно-грошової, валютної, податкової, зовнішньоторговельної політики. Але для цього необхідно усунути золотий стандарт, що істотно обмежує свободу урядових інститутів у валютно-фінансовій сфері.

Після першої світової війни був встановлений **золотодевізний стандарт**, заснований на золоті і провідних валютах, конвертованих в золото. Платіжні засоби в іноземній валюті, призначені для міжнародних розрахунків, стали називати *девізами*. Друга світова валютна система була юридично оформлена міждержавною угодою, досягнутою на Генуезькій міжнародній конференції в 1922 р.

Принципи Генуезької валютної системи зводилися до наступного:

- головними засобами розрахунків були золото і девізи – іноземні валюти;
- золоті паритети зберігалися, однак конверсія валют в золото могла здійснюватися й непрямо, через іноземні валюти, що дозволяло економити золото державами, які збідніли після першої світової війни; однак і після підписання Генуезької угоди грошові системи тридцяти країн Заходу продовжували функціонувати в режимі золотого стандарту;
- було відновлено режим валютних курсів, що вільно коливаються;



- валютне регулювання здійснювалося у формі активної валютної політики, міжнародних конференцій, нарад.

Характерною рисою Генуезької валютної системи було утворення валютних блоків на базі національних валютних систем провідних країн.

*Валютний блок* – це угруповання країн, залежних в економічному, валютному і фінансовому відношенні від держави, що очолює блок, диктує їм єдину політику в області міжнародних відносин і використовує їх як привілейований ринок збуту або джерело дешевої сировини.

Валютний блок має ряд особливостей: курс валют прикріплювався до валюти країни, що очолювала угруповання; міжнародні розрахунки країн-членів блоку здійснювалися у валюті країни-лідера; валютні резерви країн-учасниць зберігалися в країні-лідері.

В період функціонування золотодевізного стандарту утворилися стерлінговий, доларовий і золотий валютні блоки. Стерлінговий блок було утворено в 1931 р. До його складу увійшли країни Британської співдружності націй, за виключенням Канади та Ньюфаундленду, а також Гонконг, Єгипет, Ірак і Португалія. Пізніше до нього приєдналися Данія, Норвегія, Швеція, Фінляндія, Японія, Греція та Іран.

Доларовий блок, очолюваний США, було утворено в 1933 р. До нього увійшли Канада і країни Центральної та Південної Америки.

В 1933 р. Франція, Бельгія, Нідерланди, Швейцарія створили золотий блок, намагаючись зберегти золотий стандарт. Пізніше до нього увійшли Італія, Чехословаччина і Польща. Золотий блок розпався до 1936 р. зі скасуванням системи золотого стандарту у Франції. Під час другої світової війни припинили існування всі інші валютні блоки.

Повна відмова країн Заходу від золотого стандарту відбулася в період економічної кризи 1929-1930 рр. та в перші роки після кризи. В 1929-1930 рр. із системи золотого стандарту вийшли аграрні та колоніальні країни, 1931 р. – Німеччина, Австрія і Великобританія, в 1933 р. – США, в 1936 р. – Франція. Багато країн впровадили валютні обмеження і валютний контроль. До початку другої світової війни майже всі країни Заходу припинили розмін паперових грошей на золото, що підірвало основи функціонування золотого стандарту.

Генуезька валютна система проіснувала недовго. Друга світова війна привела до кризи і розпаду системи золотого стандарту.

Ситуація, що склалася в світовому господарстві в період між двома світовими війнами, настійно вимагала гнучкішої валютної системи, здатної пристосовуватися до еволюції ринкової економіки, міжнародного економічного життя. Така валютна система була юридично оформлена міждержавними угодами, досягнутими на міжнародній фінансовій конференції, що проходила в м. Бреттон-Вудс (США), тому вона отримала назву Бреттон-Вудської валютної системи.

В ході другої світової війни співвідношення світових економічних сил докорінно змінилося. США перетворилися у найбільш сильну державу світу,

позиції Великобританії і Франції були послаблені, економіки Німеччини і Японії були зруйновані. За цих умов розробка проектів реформування світової валютної системи опинилася під сильним впливом США. З 01 по 22 липня 1944 р. в Бреттон-Вудсі проходила міжнародна валютно-фінансова конференція ООН, на якій розглядалося два проекти реформування світової валютної системи.

Один з проектів (план Кейнса) передбачав створення міжнародного банку, резерви якого повинні бути сформовані центральними банками зацікавлених країн за рахунок внесків у золоті. Цей банк мав випустити новий міжнародний платіжний засіб, названий «банкор». Однак ця валюта застосовувалася б тільки для безготівкових платежів, а сама валютна система залишалася б замкнутою, тобто банкор використовувався б тільки у розрахунках між центральними банками країн-учасниць. Водночас, план Кейнса не виключав надання кредитів окремим країнам, тобто передбачалася ймовірність додаткової емісії банкорів.

Другий проект був запропонований американською делегацією на чолі з Гаррі Уайтом. Саме цей проект був прийнятий учасниками конференції і покладений в основу нової світової валютної системи. При створенні третьої світової валютної системи була вперше розроблена і сформульована концепція світової валютної системи. Головна ідея концепції полягала в тому, щоб зберегти переваги золотого стандарту (стабільність валютних курсів, вільна конверсія валют, свобода міжнародного руху капіталів і товарів, автоматичне вирівнювання платіжних балансів), позбавившись від його недоліків (негнучкість, стихійність функціонування). Саме це і зумовило характерні риси і принципи *Бреттон-Вудської системи*.

Результатом роботи конференції стало створення перших в історії міжнародних валютно-кредитних організацій – Міжнародного валютного фонду (МВФ) і Міжнародного банку реконструкції та розвитку (МБРР). Ці організації були покликані надавати кредити країнам-членам при формуванні дефіциту платіжного балансу, втраті стабільності національної валюти, а також здійснювати контроль за дотриманням країнами прийнятих ними зобов'язань.

Принципи Бреттон-Вудської валютної системи полягали в наступному:

1. Зберігалася роль золота як загального еквіваленту, засобу платежу і розрахункової одиниці в міжнародному обігу. У тексті Бреттон-Вудської угоди було зазначено, що «паритети валют усіх країн-учасниць повинні виражатися в золоті, яке є загальним еквівалентом, а також у доларах США за їх золотим вмістом на 01 липня 1944 р.». Але фактично цього положення не дотримувалися. На практиці зв'язок всіх валют із золотом здійснювався опосередковано. У той час тільки долар США міг бути конвертований у золото (США володіли 70% всього світового запасу золота), тому паритети майже всіх валют були зафіксовані в МВФ у доларах. Долар США став резервною валютою і почав виконувати у міжнародному масштабі усі функції грошей. Саме тому Бреттон-Вудську систему часто називають системою золотодоларового стандарту.

2. Грошовий обіг базувався на золоті і двох резервних валютах – доларі США і фунті стерлінгів.

3. Бреттон-Вудська валютна система дотримувалася принципу фіксованих валютних курсів. Офіційні курси валют встановлювалися визначенням їх золотого вмісту і твердо фіксувалися відносно долара. Курси не могли відхилитися від зафіксованих паритетів більш ніж на  $\pm 1\%$  без згоди МВФ.

4. Долар, функціонуючи у режимі золотого стандарту, прирівнювався до золота за визначеним паритетом на основі фіксації ринкової ціни на золото. Він вміщував 0,888 грамів золота; ціна однієї унції (31,1 грама) золота дорівнювала 35 долларам.

5. Вільна купівля та продаж золота заборонялася. Ці операції могли здійснюватися тільки на рівні центральних банків за фіксованою ціною.

Таким чином, існувала жорстка система валютних нормативів і контролю. Якщо країна втрачала можливість утримувати курс своєї валюти до долара у встановлених межах коливань, вона могла жити наступних заходів: використати частину золотовалютного резерву для проведення стабілізаційних операцій на валютних ринках; звернутися по цільовий кредит до МВФ; здійснити девальвацію національної валюти. Зміна вартості грошової одиниці більш ніж на 10% могла здійснюватися тільки при відповідній санкції МВФ.

Під тиском США в рамках Бреттон-Вудської системи затвердився доларовий стандарт – світова валютна система, заснована на пануванні долара. Долар – єдина валюта, конвертована в золото, став базою валютних паритетів, переважаючим засобом міжнародних розрахунків, валютної інтервенції і резервних активів.

Головною перевагою Бреттон-Вудської валютної системи порівняно з попередніми валютними системами було те, що вона включала міждержавні інститути (МВФ, МБРР) і правові норми, які регулювали світову валютну систему. Крім того, ефективність функціонування світової валютної системи забезпечувалася високим рівнем стійкості й довіри до долара, який виконував функції світових грошей. Ця довіра спиралася на те, що на відміну від усіх інших валют, долар зберігав за собою антиінфляційний імунітет на зовнішньому ринку, гарантований його конвертованістю у золото для центральних банків. Така конвертованість забезпечувалася нагромадженням США значної частки офіційних запасів золота. Слід враховувати також надзвичайно високу питому вагу США у світовій торгівлі та експорті капіталу, а також відсутність дефіциту платіжного балансу країни протягом тривалого часу. Зважаючи на це, в якості торгової та резервної валюти долар вважався таким же надійним, як і золото.

В цілому, Бреттон-Вудська валютна система привнесла певні позитивні сторони у валютну сферу, що сприятливо позначилося на розвитку світової економіки. Разом з тим, ця система має свої недоліки:

1. Система є надто дорогою, вона вимагає значних витрат на виробництво грошового товару (золото), на формування і утримання офіційних резервів золота в кожній країні для підтримки стабільності валютних паритетів і курсів, своєчасного здійснення міжнародних розрахунків, для внесення свого вкладу до золотих резервів МВФ.

2. Система є жорсткою, недостатньо гнучкою, що виявилось в подвійній жорсткій прив'язці національних валют (до золота і до долара), а також в тому, що країни-члени МВФ не могли проводити самостійну, незалежну валютну політику відносно встановлення валютних паритетів, валютних курсів, ціни золота, обсягів і структури золотовалютних резервів, механізму міжнародних розрахунків, формування платіжних балансів.

3. Система є внутрішньо суперечливою, оскільки вона є єдністю протилежностей: стихійно-ринкового і цілеспрямовано регулюючого механізму. Під впливом ряду чинників різко загострюються суперечності між цими протилежностями, що вельми негативно позначається на розвитку світової економіки. Система включала принципи, що обумовлюють нерівність між країнами-членами МВФ, переваги, привілеї одних за рахунок інших. Основна межа в цьому відношенні проходить між країнами, валюта яких є ключовою, резервною, і рештою країн. Оскільки головною резервною валютою є американський долар, остільки істотні переваги, привілеї були на стороні США. На практиці привілеї виявлялися в тому, що тільки США могли розплачуватися за своїми зовнішніми зобов'язаннями своєю валютою і тому могли проводити внутрішню політику, не зважаючи на зовнішні обмеження, пов'язані з дефіцитом платіжного балансу. Дана система сприяла широкому відтоку золота з багатьох країн в США за низькою ціною [113].

Бреттон-Вудська система ефективно функціонувала протягом тривалого часу. Однак до початку 70-х рр. ситуація суттєво змінилася. США значною мірою втратили на світовому ринку свої конкурентні переваги: виник дефіцит платіжного балансу, почали розвиватися інфляційні процеси, різко скоротилися запаси золота. В 1971 р. їх вартість складала 11,1 млрд. доларів, що було в 6 разів менше доларової маси, яка знаходилася у міждержавному обігу. Утворення нових фінансових центрів (Західна Європа і Японія) призвело до втрати США домінуючих позицій у світі. Виникла необхідність перегляду основ світової валютної системи.

З кінця 60-х рр. наступила криза Бреттон-Вудської валютної системи, причинами якої були: нестійкість і суперечності економіки; посилення інфляції негативно впливало на світові ціни і конкурентоспроможність фірм, заохочувало спекулятивні переміщення «гарячих» грошей; нестабільність платіжних балансів; невідповідність принципів Бреттон-Вудської системи новому співвідношенню сил на світовій арені; активізація ринку євродоларів; дезорганізуюча роль транснаціональних корпорацій у валютній сфері.

Криза системи золотодоларового стандарту тривала близько 10 років і виражалася у валютній та золотій лихоманці, масовий девальваціях і ревальваціях валют, паніці на фондовій біржі в очікуванні зміни курсу валют, активізації національного та міждержавного валютного регулювання. В 1968 р. було встановлено подвійний ринок золота, тобто існувала офіційна ціна на золото (35 доларів за унцію) і ринкова ціна, яка в кілька разів перевищувала офіційну.

США повністю втратили здатність здійснювати обмін доларів на золото за фіксованою ціною. У серпні 1971 р. президент Р. Ніксон прийняв рішення

про припинення конвертації долара в золото, тим самим анулювавши один з основних принципів Бреттон-Вудської системи. В 1973 р. міжнародна конференція в Парижі підпорядкувала курси валют законам ринку. Система фіксованих курсів припинила існування.

Після тривалого перехідного періоду почала утворюватися нова світова валютна система. Формально розпад Бреттон-Вудської системи був зафіксований на нараді Тимчасового Комітету МВФ в січні 1976 р. в Кінгстоні (Ямайка), на якому були прийняті основні принципи нової світової валютної системи (Ямайська валютна система).

*Ямайські угоди*, юридично оформлені як доповнення до Статуту МВФ, вступили в силу в 1978 році. Відповідно до цих угод, до міжнародного валютного механізму були внесені певні зміни, які визначили принципи роботи нової валютної системи:

1. Проголошена повна демонетизація золота в сфері валютних відносин. Анульований офіційний золотий паритет, офіційна ціна на золото і фіксація масштабу цін. Це означало завершення процесу втрати золотом ролі світових грошей, монопольного загального засобу платежу. Золото все більше перетворюється на звичайний товар, паперово-грошова ціна якого визначається умовами його виробництва і формується залежно від співвідношення ринкового попиту і пропозиції. В Нью-Йорку, Чикаго, Токіо та інших центрах світової торгівлі сформувалися міжнародні ринки золота.

2. Банкам надана можливість вільно купувати і продавати золото на ринку за ринковими цінами. Але і сьогодні держави і міжнародні валютно-фінансові організації зберегли накопичені ними золоті запаси. І це означає, що, втративши статус світових грошей, золото продовжує залишатися високоліквідним товаром. У разі потреби золото можна продати за цінами світового ринку, а виручені гроші використовувати як платіжні засоби.

3. Валютні відносини між країнами стали ґрунтуватися на плаваючих курсах їх національних грошових одиниць (хоча відповідно до Статті 4 Статуту МВФ, переглянутої в 1976 р., кожна країна може вільно обирати режим курсоутворення національної валюти). Коливання курсів обумовлюються двома основними чинниками. По-перше, вони визначаються реальними вартісними співвідношеннями купівельної спроможності валют на внутрішніх ринках. По-друге, співвідношенням попиту і пропозиції національних валют на міжнародних ринках. Це співвідношення змінюється в результаті стихійних переливів капіталу між країнами. З одного боку, така система надає гнучкості валютним відносинам. З іншого боку, коливання валютних курсів порушують стабільність торговельних зв'язків, породжують спекулятивні операції. Тому Кінгстонською угодою передбачається збереження елементів регулювання курсових співвідношень через здійснення операцій на відкритому ринку, тобто функціонує система не просто плаваючих, а регульовано плаваючих курсів. На той час до системи плаваючих курсів перейшли переважно провідні розвинуті країни. Інші країни обрали один з різновидів фіксованих або змішаних курсів.

4. Замість золотодевізного стандарту було впроваджено стандарт СДР (спеціальних прав запозичення – Special Drawing Rights, SDR). SDR були створені МВФ у 1969 р. і представляли собою міжнародні активи у вигляді записів на спеціальних рахунках в МВФ. З 1976 р. SDR перетворилися у складну грошову одиницю, яка виконує роль головного резервного засобу і міжнародного засобу розрахунків і платежу.

Спочатку SDR позначали можливість отримання резервних і платіжних засобів в МВФ, що надавалася країнам-членам Фонду, які вичерпали свою квоту на нормальне запозичення. Принцип формування спеціальних прав запозичення нагадував принцип формування банку. В межах замкнутої системи було створено міжнародний платіжний засіб. Кожен учасник угоди отримав певну кількість SDR, золотий вміст яких дорівнював паритету долара того часу, тобто 35 SDR за одну унцію чистого золота. При виникненні дефіциту платіжного балансу кожний член угоди міг погасити свою заборгованість по відношенню до іншого члена угоди, використовуючи SDR.

Система SDR була структурно урівноваженою, оскільки запозичення одних автоматично ставали борговими зобов'язаннями інших. В міжбанківських відносинах SDR відіграють роль повноцінного платіжного засобу, оскільки вони є одночасно резервним засобом, що забезпечує дохід, засобом платежу, що приймається більшістю членів МВФ, і розрахунковою одиницею. Ямайська угода поставила мету перетворити SDR в головний резервний актив міжнародної валютної системи, альтернативний і долару, і золоту. SDR дійсно стали служити базою паритетів і курсів валют. Проте через гострі економічні і валютні потрясіння виконати роль основного резервного активу валютної системи SDR не вдається.

Якийсь час вартість SDR розраховувалася на основі золотого еквіваленту. Але поступово втративши зв'язок із золотом, цінність SDR почала визначатися на основі зваженого курсу валютного кошику. Спершу для цього використовувався набір з 14 валют, потім з 16. З 1980 р. валютна корзина включала 5 елементів, сполучення яких визначає щоденну вартість SDR. До неї входили: долар США – 39%, німецька марка – 21%, японська єна – 18%, фунт стерлінгів – 11%, французький франк – 11%. Після утворення Європейського валютного союзу для розрахунку вартості SDR Міжнародним валютним фондом використовується валютний кошик, що складається з 4 провідних світових валют (табл. 4.2).

Таблиця 4.2

**Структура валютного кошику для розрахунку вартості SDR  
в 1998 – 2016 рр., %**

Валюта	1998	2001	2006	2011	2016*
Долар США	39	45	44	41,9	41,73
Євро (у 1998 р. – німецька марка і французький франк)	32	29	34	37,4	30,93
Японська єна	18	15	11	9,4	8,33
Фунт стерлінгів	11	11	11	11,3	8,09
Китайський юань	-	-	-	-	10,92

\* з 01 жовтня 2016 р.

МВФ періодично здійснює перегляд структури валютного кошика SDR, враховуючи зміни у використанні провідних валют для обслуговування світової торгівлі, проведення міжнародних фінансових операцій та формування офіційних валютних резервів. З 2016 р., враховуючи зростаючу роль Китаю у світовому виробництві, міжнародній торгівлі та міжнародних фінансах, до валютного кошику SDR включено китайський юань.

Однак впровадження відповідно до Ямайських угод багатовалютного стандарту не означало досягнення рівнозначності всіх світових валют. У зв'язку з демонетизацією золота, з одного боку, і відсутністю реального прогресу у напрямі переходу на колективну валютну одиницю, з іншого, основою міжнародного валютно-фінансового механізму фактично залишився долар. Навіть після впровадження Ямайської валютної системи роль провідної міжнародної торгової та резервної валюти довгий час відігравав долар США. Так, в середині 90-х рр. на долар припадало 52% світового експорту, 83% всіх операцій на валютних ринках, 42% в міжнародних валютних операціях банків, 43% в міжнародних депозитних операціях банків, 45% внутрішніх та зовнішніх облігаційних позик, більше 55% валютних резервів.

Проте в останні роки з'явилися певні ознаки того, що американська валюта дещо втрачає свої позиції, поступаючись іншим валютам. В першу чергу це пов'язано із внутрішніми фінансово-економічними проблемами, що накопичувалися в США починаючи з 80-90-х рр., зокрема, недостатнім контролем за кредитною емісією, недостатнім забезпеченням долара золотовалютними резервами, дефіцитом платіжного балансу тощо. В середині – наприкінці 60-х рр. в США спостерігається період зростаючої інфляції. Крім того, понад 0,75 трлн. дол. США знаходились на рахунках поза межами країни. Кількість доларів, що накопичилась в світі, значно перевищувала обсяги золотих запасів США. Помітну роль у послабленні позицій долара на світовому фінансовому ринку відіграло введення у 1999 році єдиної європейської валюти. З появою євро суб'єкти міжнародних економічних відносин усвідомили, що євро може використовуватись як засіб диверсифікації їх валютних резервів та інвестицій.

Сучасна світова валютна система має ряд особливостей, зокрема:

- ця система є гнучкішою, більш демократичною порівняно з попередніми валютними системами. Вона в більшій мірі відповідає принципам відкритої ринкової економіки і специфіці глобальної економіки;
- внаслідок поширення спекулятивних фінансових операцій відбувається зростання ступеня валютних, кредитних, комерційних та інших ризиків;
- міжнародні розрахунки та платіжні баланси країн характеризуються значною незбалансованістю;
- виникає гостра необхідність в створенні спеціальних інститутів і фінансових інструментів для управління валютними ризиками, в збільшенні обсягів і диверсифікації структури міжнародних ліквідних засобів.

Таким чином, світова валютна система, виникнувши в кінці XIX століття, встигла пройти декілька етапів розвитку і трансформації. На кожному етапі в

ролі світових грошей використовувалися різні платіжні засоби. Сучасну світову валютну систему можна охарактеризувати як багатовалютний стандарт, який ґрунтується на доларі США і ряду інших ключових і твердих національних і наднаціональних валют (євро, японська ієна, англійський фунт стерлінгів, швейцарський франк, канадський долар, австралійський долар).

### **3. Напрями трансформації світової валютно-фінансової системи.**

Наприкінці ХХ – на початку ХХІ століть світове валютно-фінансове середовище опинилося під дією багатьох нових чинників (зростання масштабів фінансової глобалізації, лібералізація руху капіталів, розвиток інформаційних технологій, поява нових валют). З іншого боку, змінювалися внутрішні економічні умови функціонування національних економік країн світу. Все це привело до певних змін в сучасній світовій валютній системі, завдяки чому розвиток міжнародних валютних відносин на сучасному етапі має свою специфіку.

Сучасна валютна система має безліч переваг в порівнянні з попередніми етапами її розвитку. З іншого боку, Ямайська валютна система не є ідеальною, і її функціонування пов'язане з появою безлічі проблем для суб'єктів світового господарства. До найбільш значних сучасних валютних проблем можна віднести наступні:

- в умовах глобалізації світова валютна система стає більш нестабільною, що виявляється в збільшенні масштабів коливань валютних курсів і розвитку валютно-фінансових криз; саме у чинному міжнародному валютному устрої багато економістів вбачає основну проблему глобальних валютно-фінансових потрясінь;

- останнім часом спостерігається підвищення ступеня волатильності курсу американського долара, що пов'язане як з певними внутрішніми економічними проблемами в США, так і з появою противаги долару у вигляді єдиної європейської валюти;

- сучасна світова валютна система ґрунтується на режимі плаваючих валютних курсів, передбачити рух яких з високим ступенем точності досить проблематично, оскільки плаваючі курси на відміну від фіксованих можуть вільно змінюватися під впливом ринкових сил.

Отже, функціонування світового господарства в останні роки характеризується суттєвими змінами, обумовленими впливом процесів глобалізації та регіоналізації. Зазначені процеси кардинально змінюють організацію всіх складових світової економіки та визначають тенденції розвитку всіх форм міжнародних економічних відносин. Зокрема, це стосується й світової валютно-грошової системи. Підвищення нестабільності системи міжнародних валютних відносин, заснованої на Ямайських угодах, викликає необхідність пошуку шляхів трансформації існуючого устрою світової валютної системи для забезпечення валютно-фінансової стабільності як на національному, так і на глобальному рівнях.



Останнім часом увагу спеціалістів привертає долар США, як валюта, що найбільш широко використовується в міжнародних валютних, фінансових та зовнішньоторговельних операціях, і на якій значною мірою базується сучасна світова валютна система. При цьому значна частка операцій з доларами або повністю припадає на нерезидентів, або здійснюється за їх участю. Будь-яке вивільнення долара з тих сегментів світового ринку, де він утримується, ставить завдання попередити розбалансування інших сегментів ринку і порушення цінових та курсових пропорцій, що склалися на них.

Незважаючи на своє положення, долар як провідна світова валюта є далеко не ідеальним. Одна з головних його проблем – невідповідність грошової бази золотовалютним резервам – бере початок ще з часів золотовалютного стандарту. Учасники ринку дуже швидко реагують на економічну та політичну кризу. Про це свідчить заморожування доларових активів європейських країн американськими банками в 1941 р.; відмова від обміну долара на золото у 1971 р. В таких ситуаціях, як правило, скидається не тільки сама валюта, але й будь-які активи, виражені в ній. В такі періоди необхідне втручання держави, ефективність якого залежить від наявності відповідних резервів. Однак величина офіційних резервів була недостатньою для протидії падінню долара, що й обумовило кризу. Розрив між доларовою базою і резервами робив неможливим виконання зобов'язань держави обмінювати долар на золото за узгодженими цінами і курсами. Спроба розв'язати проблему, що тоді виникла, шляхом відмови від золотодев'язного стандарту мала на меті не допустити колапс світової валютної системи. При цьому закладалися інші критерії при оцінці надійності валют: замість питання про відповідність грошової бази і резервів ставилося питання про можливість і готовність використовувати валюту для тих чи інших операцій.

В умовах некризового розвитку інертність і традиційність існуючих розрахункових механізмів дозволяє валютам зберігати своє місце у світовій валютній системі. В умовах кризи можуть відбутися серйозні корективи, тим більше, що економічні агенти при недовірі до валюти завжди можуть переключитися на використання інших валют. Тоді ті активи або операції, що генерували попит на долар і тим самим підтримували американську валюту, можуть виступати в такій же ролі по відношенню до інших валют. Тому, коли долар використовується у внутрішньому обігу інших країн або на долар робиться наголос при здійсненні грошово-кредитної політики, по суті, мова йде про використання для підтримки долара тих операцій, які повинні були б підтримувати національну валюту.

В останні роки стали з'являтися ознаки того, що система, заснована на доларі, є доволі нестійкою. Поява у валютній сфері серйозних альтернатив долару в умовах, коли місце й роль валюти значною мірою визначаються суб'єктивними настроями ринку, відсутність у держави необхідних офіційних резервів, які могли б захистити долар у випадку його кризового падіння, викликаного поширенням інших валют або недовірою економічних агентів, обумовлює відносну нестійкість положення долара США.

Глобальні фінансові потрясіння ще раз підтвердили необхідність реформування світової валютно-грошової системи з метою приведення її у відповідність до нових умов функціонування міжнародного фінансового середовища. По-перше, вдосконалення валютної системи пов'язують з повнішою і всебічною гармонізацією внутрішньої макроекономічної і зовнішньоекономічної політики провідних країн світу, за прикладом Маастрихтських критеріїв валютно-фінансової конвергенції країн ЄВС. Це завдання стане одним з найбільш складних для реалізації зважаючи на неоднорідність світового господарства, відмінності між країнами в механізмах проведення економічної політики. З іншого боку, зближення рівнів розвитку економік різних країн, уніфікація економічної політики створять умови для створення єдиної міжнародної валюти (хоча більшість учених оцінюють вірогідність її появи найближчим часом як дуже низьку).

По-друге, необхідно розглянути можливість формування системи координації і регулюванні валютних курсів, яка була б менш жорсткою, ніж фіксовані режими Бреттон-Вудської системи, але в той же час менш мінливою, ніж сучасний режим вільного плавання. Недосконалість режиму жорстко фіксованих валютних курсів проявила себе під час функціонування Бреттон-Вудської валютної системи, коли здійснювалася фіксація валют до долара США. З іншого боку, знаходячись в режимі вільного плавання, валюти відкриті для негативної дії різних чинників. Необхідно виробити такий механізм, який поєднував би в собі переваги цих двох режимів.

По-третє, існує необхідність більшої переорієнтації валютної структури світового фінансового ринку з долара США на ширший перелік валют. Найближчими роками євро навряд чи повністю витіснить долар з позицій провідної світової торгової і резервної валюти, проте є всі підстави стверджувати, що недавно моноцентрична світова валютна система, орієнтована на долар США як ключову валюту, поступово реально перетворюється на поліцентричну, функціонування якої спирається на декілька провідних валют.

По-четверте, наявність проблеми валютних криз вимагає створення відповідних стримуючих противаг і захисних механізмів в глобальному масштабі. Певну роль в цьому можуть зіграти міжнародні організації, перш за все, МВФ. Сприяння в цій сфері з боку МВФ може здійснюватися по двох основних напрямках: надання технічної допомоги країнам у вдосконаленні їх валютно-фінансової політики так, щоб зробити неможливим розвиток кризи; якщо криза все ж таки виникла, надання фінансової підтримки для зменшення наслідків кризи.

Серед існуючих варіантів розвитку майбутньої світової валютно-грошової системи можна виділити такі моделі її трансформації:

- регіоналізація світової валютно-грошової системи на основі розвитку грошових (валютних) союзів;
- функціонування полівалютної системи, що базуватиметься на доларі США, євро та китайському юані (або японській єні);

– функціонування полівалютної системи, що базуватиметься на золотому стандарті;

– функціонування моновалютної системи на основі використання єдиної світової валюти.

У розвитку сучасної світової валютно-грошової системи можна виділити певні тенденції, спрямовані на розширення використання національних грошових одиниць в міжнародних економічних відносинах. Вони є відображенням процесів міжнародного поділу праці, все більшої відмови від ідей автаркії і господарської ізоляції, фактом визнання кожної національної господарської системи частиною світового господарства. Зростаюча інтернаціоналізація продуктивних сил викликає потребу в більш тісній міжнародній валютній координації, в результаті чого здійснюється тиск на формування і використання універсальних світових валют.

Мова йде про суперечливі процеси, які певним чином доповнюють один одного. Зростаюча економічна сила окремих центрів світового господарства за відсутності єдиної світової валюти проявляється у збільшенні використання в міжнародній сфері деяких національних валют. Тобто існують тенденції використання декількох валют, точніше, розділення світу на кілька валютних сфер. Розвиток процесів регіональної валютної інтеграції може розглядатися як засіб стабілізації світової валютної системи. Формування валютних союзів, інспіроване можливістю подолати багато проблем фінансової глобалізації, з позиції вирішення проблеми забезпечення глобальної фінансової стабільності можна розглядати з потрійної точки зору.

По-перше, зважаючи на можливість валютно-фінансових криз мігрувати у межах окремого регіону та в цілому в глобальній економіці, послаблення вразливості окремої країни до таких потрясінь за рахунок участі у валютному союзі створює позитивні перспективи для глобалізованого світу. Дана проблема є особливо важливою з огляду на те, що криза в одній із країн чи регіоні може не тільки призвести до обвалу валюти і проблем у фінансово-банківському секторі, а й позначитися на утворенні довгострокових негативних трендів щодо потоків капіталу в глобальній економіці.

По-друге, формування валютних союзів призводить до зменшення кількості валют, що має фундаментальне значення для створення передумов забезпечення глобальної фінансової стабільності. За меншої кількості валют міжнародна фінансова система спрощується, і за рахунок цього стає стійкішою. Чим більше країн відкриватиме свої фінансові ринки, тим більшою буде кількість можливих варіантів глобальної диверсифікації портфелів, тим волатильнішими будуть потоки капіталів і валютні курси. Тому завдяки валютній уніфікації, що зменшує кількість фінансових інструментів та усуває необхідність укладання хеджувальних операцій із цілим набором валютних пар, запуститиметься механізм погашення штучного перетікання капіталів із ринку на ринок.

По-третє, утворення валютних союзів дає змогу спростити систему міжнародної координації макроекономічної політики. В сучасних умовах цей процес спонукає до пошуку розширеного представництва учасників глобальної

економіки через формування стійких груп. Основною підставою цього є сформований рівень взаємозалежності у світі, коли розвинуті країни не в змозі забезпечити стабільне зростання власних і глобальної економік безвідносно до стабільності (зокрема, фінансової) у країнах третього світу, а останні не можуть суттєво вплинути на макроекономічну динаміку розвинутих країн.

Наступним варіантом розвитку світової валютної системи є модель, відповідно до якої долар США та євро збережуть статус ключових світових валют, а замість японської єни роль азійського регіонального платіжного засобу відіграватиме китайський юань. Формування світової мультивалютної системи, що буде заснована на доларі США, євро та юані, які будуть займати в ній ключові позиції на рівних правах, прогнозується до 2025 року.

Серед пропозицій щодо моделі майбутньої світової валютно-грошової системи є варіанти повернення до системи золотого стандарту. Так, на думку керівництва Всесвітнього банку, світова валютна система має спиратися на кошик валют (долар США, євро, японська єна, британський фунт стерлінгів, китайський юань) і золото, яке буде слугувати показником очікуваного ринками рівня інфляції. Ця система розвиватиметься на принципах інтернаціоналізації і відкриття національних ринків.

В сучасній валютній системі об'єктивно проявляється ще одна тенденція – створення та використання єдиної валюти в міжнародних економічних відносинах. Як альтернатива єдиної валюти часто розглядається кошик провідних валют, що буде виконувати функції світового резервного засобу (МВФ пропонує в цій якості використовувати СДР). Однак проблема створення єдиної світової валюти поки що залишається дискусійною. Створення такої валюти зіткнеться з великою кількістю складностей і протиріч. Однією з головних проблем є нерівномірність економічного розвитку окремих країн та регіонів.

Таким чином, найближчим часом Ямайська система може бути замінена новою світовою валютною системою. Найбільш об'єктивно на даний момент проявляються тенденції до регіоналізації світової валютної системи, що означатиме розподіл світового господарств на кілька регіональних блоків, кожен з яких буде обслуговувати відповідна регіональна валюта. Перехід країн до єдиної світової валюти може розглядатися як найбільш віддалена перспектива трансформації системи міжнародних валютних відносин.

#### **4. Сучасний стан та перспективи розвитку процесів регіональної валютної інтеграції.**

Формування регіональних інтеграційних об'єднань є однією з об'єктивних тенденцій розвитку сучасних міжнародних економічних відносин. Складовою частиною регіональної інтеграції є валютно-фінансова інтеграція, якій у системі світогосподарських зв'язків належить особливе місце. Це обумовлено тим, що, по-перше, валютно-фінансова інтеграція виступає невід'ємною частиною регіональної інтеграції в цілому, в основі якої лежить інтеграція виробництва; по-друге, регіональна валютно-фінансова інтеграція є підсистемою світової

валютної системи. Виступаючи наслідком посилення взаємозалежності економік інтегрованих країн, інтернаціоналізації господарського життя, валютна інтеграція одночасно є передумовою поглиблення економічної інтеграції, оскільки передбачає ліквідацію обмежень валютного і фінансового характеру, що заважають найбільш повному переплетенню ринків, які інтегруються. В процесі валютної інтеграції створюється специфічний валютний механізм на міждержавній основі, формуються регіональні угруповання з метою колективного регулювання валютних відносин. Активізація процесів регіональної валютної інтеграції останнім часом також пояснюється прагненням країн подолати негативний вплив фінансової глобалізації та зміцнити свої позиції на світових ринках. Зважаючи на те, що у процесі регіональної валютної інтеграції переважно залучені окремі країни, тобто макрорегіони, ці процеси можна розглядати як один з проявів та одночасно результат міжрегіонального співробітництва у валютно-фінансовій сфері.

Ідеї об'єднання грошових і валютних систем країн, що належать до одного регіону, особливого поширення набули на території Європи. Так, питання використання загальних грошей народами Європи піднімало чимало полководців, вчених і мислителів, починаючи з Олександра Македонського і римського імператора Августа. У середньовічній Європі вже були спроби ввести загальну валюту. У 1392 р. північно-німецькі міста уклали монетарний союз і почали карбувати загальну монету. У XIX столітті ідею створення загальноєвропейських грошей висували Наполеон Бонапарт і Віктор Гюго. Практичні варіанти реалізації цієї ідеї з'явилися у другій половині XIX століття. Швидкий розвиток капіталізму і інтернаціоналізація господарства підштовхували європейські країни до об'єднання грошових систем. У 1865 р. Франція, Бельгія, Італія і Швейцарія заснували Латинський монетарний союз, на території якого до оплати приймалися будь-які грошові знаки країн-учасниць. Створений слідом за ним у 1873 р. Скандинавський монетарний союз (до нього увійшли Швеція, Норвегія і Данія) передбачав введення спільної грошової одиниці – золотої крони – і карбування золотих і срібних монет єдиної ваги і проби. У Скандинавському монетарному союзі допускався вільний обіг монет і банкнот одних країн на території інших, а пізніше була введена уніфікована крона із золотим вмістом в 0,4 грама чистого золота.

У XX столітті валютні об'єднання приймають форму валютних блоків і валютних зон. Валютний блок як тип валютного об'єднання ґрунтується на валютно-економічному домінуванні держави, яка очолює блок, через прикріплення до її валюти валют інших країн-учасниць блоку.

Валютними угрупованнями більш високого порядку в порівнянні з валютними блоками стали валютні зони, які утворилися під час і після Другої світової війни з метою проведення узгодженої політики в сфері міжнародних валютних відносин. У зазначений період з'явилося шість основних валютних зон: британського фунта стерлінгів; долара США; французького франка; португальського ескудо; іспанської песети; голландського гульдена. Найбільшими валютними зонами були стерлінгова, доларова і зона франка.

Валютна зона представляє собою об'єднання групи держав, які дотримуються правил взаємних валютних відносин і визнають за валютою провідної країни визначальну роль у розрахунках між країнами зони і рештою країн. Основними особливостями валютної зони є наступні: провідна валюта використовується як платіжний засіб і як резервний засіб, за допомогою цієї валюти здійснюються зовнішні платежі, допускається вільне переміщення валют з однієї країни в іншу.

У валютну зону могли об'єднуватися кілька країн, які були суттєво диференційованими за рівнем економічного розвитку. Таке об'єднання було засноване на існуванні тісних економічних зв'язків і політичної залежності між домінуючою державою і країнами-учасницями зони. Як і у випадку валютних блоків, основні вигоди у виробничій, торговельній та фінансовій сферах від участі у валютних зонах отримували країни, що їх очолювали, забезпечуючи доступ до джерел сировини і ринків збуту інших країн, що входять у валютну зону, а також закріплюючи свій вплив і свої позиції на світових фінансових ринках через розширення зони функціонування національної валюти.

Таким чином, валютні блоки і валютні зони були початковими формами регіональної валютної інтеграції і ґрунтувалися на домінуванні країн, які очолюють такі об'єднання. В даний час регіональна валютна інтеграція виходить на якісно новий рівень розвитку, що вимагає більш глибокого осмислення її сутності та форм прояву.

У вітчизняній науковій літературі термін «валютна інтеграція» використовується вже кілька десятиліть. При цьому валютна інтеграція визначається як об'єктивно обумовлений процес створення (за активного сприяння держав-учасниць) регіональних зон, в межах яких забезпечується відносно стабільне співвідношення курсів валют, спільне регулювання валютних взаємозв'язків країн-учасниць і єдина валютна політика щодо третіх країн [15]. Валютна інтеграція також розглядається як процес координації валютної політики, формування наднаціонального механізму валютного регулювання, створення міждержавних валютно-кредитних і фінансових організацій. Це визначення є більш загальним, оскільки крім регіонального рівня воно охоплює наднаціональний і глобальний рівні узгодження валютної і монетарної політики.

Регіональна валютна інтеграція у більш конкретному визначенні розглядається як стадія регіональної економічної інтеграції, яка є об'єднанням двох і більше держав у регіональні інтеграційні угруповання з введенням нової єдиної валюти, координацією грошово-кредитної і валютної політики і створенням наднаціональних механізмів валютного регулювання. Регіональна валютна інтеграція – це процес удосконалення фінансових відносин і підвищення ефективності грошового обігу і фінансового менеджменту в усіх ланках господарського і державного управління внаслідок введення єдиної валюти. Таке визначення є досить вузьким, оскільки введення нової єдиної валюти не є обов'язковою ознакою регіональної валютної інтеграції. Інтеграція країн у валютній сфері може розвиватися також на основі спільного використання валюти однієї з них зі збереженням національних валют інших

країн-учасниць (механізм спільної валюти), створення нової спільної валюти (а не єдиної) або вільного обігу на території всього об'єднання валют усіх країн-учасниць.

Валютну інтеграцію як складовий елемент економічної інтеграції розглядають у контексті послідовності декількох основних етапів організації валютних відносин, а саме: 1) гармонізації (зближення і взаємної адаптації національних економік і валютних систем); 2) координації (узгодження цілей валютної політики); 3) уніфікації (проведення єдиної валютної політики).

Розвиток інтеграційних процесів у валютній сфері передбачає високий ступінь координації головних аспектів економічної політики країн-членів інтеграційного об'єднання. Матеріальною основою узгодження цілей та інструментів державного регулювання економіки служить вирівнювання економічних показників і зближення рівнів економічного розвитку країн. Таким чином, однією з умов розвитку регіональної валютної інтеграції є економічна конвергенція, під якою розуміється тісна координація макроекономічних політик і зближення економічних показників на базі їх загального покращення.

Слід зазначити, що для позначення інтеграційних валютних об'єднань в сучасній науковій літературі часто застосовується термін «валютна зона». Однак сучасне трактування цього поняття суттєво відрізняється від визначення валютної зони, розглянутого вище.

В даний час валютна зона розглядається як група з двох або більше держав із закритими грошовими зв'язками, які можуть виникнути на основі трьох основних форм інтеграції:

1. Валютна інтеграція (передбачає взаємну стабілізацію обмінних курсів національних валют, яка може бути досягнута через перехід до офіційної доларизації, впровадження спільної валюти або прив'язку до якірної валюти).

2. Інтеграція фінансових ринків (включає зняття обмежень на рух капіталу між країнами і об'єднання національних фінансових ринків).

3. Політична інтеграція (передбачає злиття урядових установ і уніфікацію державного регулювання з метою розробки та реалізації спільної монетарної і валютної політики).

Валютна зона може виникнути завдяки будь-якій з трьох перерахованих форм інтеграції або їх комбінації. Типи валютних зон можуть варіювати від вільних асоціацій з роздільним грошовим регулюванням до об'єднань із загальною або єдиною валютою. Для окремо взятої країни ухвалення рішення про входження в валютну зону будь-якого типу залежить від співвідношення потенційних переваг і недоліків приєднання до зони.

Кожен тип валютної зони має певні переваги. Так, валютна інтеграція дозволяє збільшити корисність грошей як засобу обігу за рахунок зниження трансакційних витрат; як засобу заощадження за рахунок усунення валютного ризику і економії на його хеджуванні. Інтеграція фінансових ринків стимулює зростання реального добробуту завдяки підвищенню ефективності фінансового посередництва. Політична інтеграція збільшує впливовість грошово-кредитної і валютної політики, а також дає можливість економії валютних резервів.

Основним недоліком валютної зони для окремо взятої країни є зниження її грошово-кредитної незалежності.

Таким чином, сучасне значення терміна «валютна зона» є більш широким, що охоплює різні типи регіональних валютних об'єднань. Теоретичною концепцією, що пояснює формування окремих типів валютних об'єднань, є теорія оптимальних валютних зон, розроблена Р. Манделлом. Дана теорія в якості центрального ставить питання, за яких обставин для певної кількості регіонів доцільно відмовитися від монетарного суверенітету на користь загальної (єдиної) валюти. Основною умовою створення валютної зони Р. Манделл вважає високий рівень мобільності праці. Він визначає валютну зону як групу регіонів, серед яких схильність до міграції є досить високою, щоб забезпечити повну зайнятість, коли один з регіонів переживає асиметричний шок [146]. Пізніше Р. Маккіннон і П. Кенен розвинули теорію Р. Манделла, встановивши додаткові критерії оптимальності валютної зони: мобільність капіталу, регіональна спеціалізація, загальна система податків, субсидій та фінансової допомоги [144].

Вивчення теоретичних підходів зарубіжних вчених до формування оптимальних валютних зон дозволяє виділити критерії, на основі яких країна може прийняти рішення про приєднання чи неприєднання до валютної угруповання. Так, створення валютної зони в різних формах може бути доцільним, якщо країни ставлять перед собою наступні цілі:

- зменшення витрат, пов'язаних з емісією та підтримкою національної валюти;
- досягнення рівня інфляції, встановленого у валютній зоні;
- розвиток автоматичного механізму підтримки грошово-кредитної і фінансової дисципліни;
- зменшення трансакційних витрат у торгівлі з країнами-партнерами;
- зменшення негативних наслідків валютно-фінансових криз шляхом розподілу ризику між країнами-учасницями зони;
- отримання можливості брати більш активну і рівноправну участь на фінансовому ринку валютної зони;
- подальший розвиток інтеграційних процесів між членами валютної зони.

Разом з тим, приєднання до валютної зони є недоцільним у наступних випадках:

- для досягнення рівня інфляції, відмінного від рівня інфляції у валютній зоні;
- у разі, коли велика країна ставить за мету обмежити доступ інших країн до використання переваг позитивного ефекту масштабу, який досягається в рамках великої валютної зони, або існує небезпека того, що приєднання іншої валюти до валютної зони зробить проведення національної макроекономічної політики складнішим;
- з метою використання валютного курсу як інструменту регулювання ринку праці для підвищення або зниження заробітної плати;



- для збереження доходу у вигляді сеньйоражу від використання національних грошей у якості міжнародного платіжного засобу (особливо це стосується великих країн);

- з метою фінансування державних витрат за рахунок грошової експансії;

- у зв'язку з тим, що монетарна інтеграція з іншими країнами значно знизить рівень національного суверенітету, в тому числі, зменшить незалежність грошово-кредитної політики;

- в умовах, коли в країні недостатньо розвинені механізми підтримки фіксованого курсу на встановленому рівні;

- у разі, якщо інші країни валютної зони є біднішими і очікують від більш розвинених країн істотної фінансової допомоги;

- у разі неприйняття країною умов інтеграції, передбачених у валютній зоні, таких як загальні стандарти, єдина міграційна політика, єдине трудове та податкове законодавство тощо.

Створення валютного союзу найчастіше розглядається як вищий етап розвитку процесу економічної інтеграції. Однак існує думка, що валютні зони можуть формуватися без проходження країнами всіх попередніх етапів інтеграції і офіційного затвердження економічного і політичного союзу. На наш погляд, залежність валютної інтеграції від досягнутого рівня розвитку загальноекономічної інтеграції визначається конкретним типом регіонального валютного об'єднання.

У наукових джерелах систематизація валютних об'єднань здійснюється на основі виділення наступних валютних угруповань:

1. Одностороннє рішення країни про заміну національної грошової одиниці валютою іншої країни.

2. Взаємна угода між державами про перехід на грошову одиницю однієї з них.

3. Взаємна угода між державами про використання їх національних грошових одиниць як законного платіжного засобу на території кожної з них.

4. Об'єднання з колективною розрахунковою одиницею, яка існує одночасно з національними грошима держав-членів і використовується, переважно, для зовнішніх розрахунків.

5. Економічний і валютний союз з єдиною валютою, яка замінює національні грошові одиниці країн-членів.

У цьому контексті необхідно зазначити, що регіональна валютна інтеграція, особливо на початковій стадії розвитку, не обов'язково ґрунтується на використанні загальної або єдиної валюти. У зв'язку з цим, на нашу думку, на сучасному етапі розвитку світового господарства доцільно виділяти такі форми регіональної валютної інтеграції:

1. Узгодження і координація окремих напрямків, форм і інструментів грошово-кредитного та валютного регулювання (на двосторонній або багатосторонній основі).

2. Введення в одній країні грошової одиниці іншої держави в якості законного платіжного засобу (офіційна чи напівофіційна доларизація, яка може

реалізовуватися як в односторонньому порядку, так і на основі укладення офіційної угоди з країною-емітентом).

3. Створення валютних (грошових) союзів з використанням паралельно з національними валютами країн-учасниць спільної валюти (спеціально створеної нової розрахункової одиниці, валюти однієї з держав-членів або однієї зі світових валют).

4. Створення валютних (грошових) союзів з паралельним використанням національних валют країн-учасниць як законних платіжних засобів на території всього об'єднання.

5. Створення валютних (грошових) союзів з вилученням національних валют країн-учасниць і використанням єдиної валюти.

Перші два типи валютних об'єднань можуть існувати навіть при відсутності тісних інтеграційних зв'язків між країнами. Для формування валютних зон третього і четвертого типів проходження попередніх стадій інтеграції (зони вільної торгівлі, митного союзу, єдиного ринку) є бажаним, проте вони можуть існувати і самотійно. Тільки створення валютного союзу з введенням єдиної валюти вимагає проходження всіх етапів економічної інтеграції та виконання певних критеріїв конвергенції національних економік.

На початкових етапах розвитку інтеграційних процесів у валютній сфері здійснюється міждержавне співробітництво з валютно-фінансових питань, яке, як правило, має двосторонній (рідше – багатосторонній) характер і оформлюється міждержавними угодами. Двосторонні валютні угоди можуть укладатися як на основі узгодження всіх основних форм проведення валютної політики, так і координації окремих її інструментів (загального управління валютними резервами, узгодженого регулювання процентних ставок, спільної девальвації або ревальвації валют, встановлення єдиних валютних обмежень).

Достатньо ефективною формою розвитку валютної інтеграції на рівні окремих країн, яка дозволяє встановлювати більш довгострокові міждержавні відносини і сприяє подальшому поглибленню економічної інтеграції, є офіційна доларизація. Офіційна (повна) доларизація має місце при відмові держави від емісії національних грошей і використанні у якості законного платіжного засобу іноземної валюти (найчастіше долара США або іншої світової валюти).

Впровадження доларизації може відбуватися з оформленням офіційної угоди між країнами або без нього. Так, Панама і Ліберія використовують доларизацію без підписання офіційної угоди з США. Незалежно від способу, яким країна вводить доларизацію, вона втрачає можливість регулювати грошову пропозицію, валютний курс і процентну ставку, і всі повноваження здійснення монетарної політики переходять до центрального банку країни-емітента валюти доларизації.

З економічної точки зору вибір на користь офіційної доларизації доцільний лише тоді, коли переваги від її впровадження переважають над її витратами. Впровадження офіційної доларизації може мати наступні позитивні наслідки для доларизованої країни:

- відбувається зниження рівня інфляції і процентної ставки, підвищення рівня зайнятості та прискорення економічного зростання;

- доларизація дозволяє запобігати валютним кризам та кризам платіжного балансу. За відсутності національної валюти неможливе її різке знецінення або неочікуваний відтік капіталу через ризик девальвації;

- зниження вартості операцій і гарантія стабільності доларових цін забезпечують більш тісну інтеграцію з глобальною економікою і економікою країни-емітента;

- приймаючи доларизацію і повністю відмовляючись від можливості інфляційного фінансування, країни створюють стабільну базу функціонування фінансових установ і позитивний клімат для внутрішнього та зовнішнього інвестування;

- доларизація підвищує бюджетну дисципліну. З одного боку, неможливість здійснення додаткової емісії в умовах доларизації зменшує загрозу зростання рівня інфляції. З іншого боку, позбавлений права емісії, уряд буде шукати більш ефективних засобів фінансування бюджетного дефіциту;

- стан державних фінансів покращується внаслідок зменшення витрат на зовнішні запозичення уряду через зниження валютних ризиків.

Водночас, економіка країни може певним чином постраждати внаслідок відмови від грошово-кредитного суверенітету, зокрема, можуть мати місце наступні негативні наслідки офіційної доларизації:

- втрата можливості проведення незалежної грошово-кредитної та валютної політики, у тому числі можливості використання кредитів центрального банку для підвищення ліквідності банківського сектора у надзвичайних випадках. При цьому єдиним (або основним) інструментом регулювання економіки стає бюджетна політика, що значно зменшує здатність країни протидіяти економічним шокам;

- неотримання урядом сеньйоражу;

- країни часто не бажають відмовлятися від власної національної валюти як символу державності, особливо на користь валюти іншої країни. Тому на практиці впровадження офіційної доларизації може супроводжуватись достатньо сильною політичною протидією;

- центральний банк країни-емітента може приймати рішення, що не відповідають конкретній економічній ситуації у доларизованій економіці;

- доларизація позбавляє уряд важливого інструменту врівноваження державного бюджету. В умовах зростання дефіциту бюджету уряду необхідно мати змогу проводити власну монетарну політику, зокрема, здійснювати додаткову емісію з метою фінансування бюджетного дефіциту.

Країна, грошова одиниця якої впроваджується в якості валюти доларизації, також отримує суттєві вигоди, а саме:

- країна отримує додатковий сеньйораж від зростання грошової бази;

- країна отримує переваги у зовнішній торгівлі: по-перше, зменшаться витрати на встановлення та здійснення зовнішньоекономічних зв'язків із доларизованою країною; по-друге, доларизована країна не зможе більше проводити девальвацію власної валюти для отримання цінових переваг при здійсненні експорту;

- розширення зони функціонування національної валюти є вигідним для країни, оскільки дозволить запобігти її витісненню з позицій найбільш використовуваних валют.

Для країни-емітента ризик впровадження власної валюти в економіку іншої країни полягає в тому, що доларизована країна може намагатися здійснювати тиск на центральний банк країни-емітента для проведення монетарної, валютної та інших напрямів економічної політики, що суперечить її цілям. Політичні ризики будуть тим вищими, а тиск – тим більш значним, якщо він виходитиме від великого торговельного партнера країни-емітента. Можливі також випадки, коли погіршення економічної ситуації в доларизованій країні буде справляти негативний вплив на економіку країни-емітента. Так, безконтрольне використання доларової маси за кордоном може знижувати ефективність грошово-кредитної політики Федеральної Резервної Системи США.

Останнім часом відзначається тенденція до збільшення кількості офіційно доларизованих країн. Якщо наприкінці 90-х рр. XX ст. її використовували тільки 6 країн, то на початку XXI ст. тільки долар США у якості законного платіжного засобу використовували 12 країн, серед яких Панама, Ель-Сальвадор, Мікронезія, Пуерто-Ріко, Палау, Гуам, Віргінські острови, Маршаллові острови тощо. Зазвичай в якості найбільш ймовірних претендентів на введення долара США у законний внутрішній обіг розглядаються країни, тісно інтегровані з США в плані торгівлі та фінансових відносин (перш за все, країни Латинської Америки). З іншого боку, доларизація може також ефективно використовуватися країнами, що розвиваються, які постійно стикаються зі змінами в русі капіталу, проте не обов'язково є тісно інтегрованими з США. Для цих країн, чим ширше долар США вже використовується на їх товарних і фінансових ринках, тим менше залишається переваг від збереження власної валюти.

З огляду на останні зміни в кошику світових валют, у майбутньому, швидше за все, відбудеться певна переорієнтація доларизованих країн з долара США на інші світові валюти, зокрема, буде спостерігатися більш активне використання євро як законного платіжного засобу в країнах за межами Європейського Економічного і Валютного Союзу.

Більш високою формою організації валютних зон є валютні союзи. У найбільш загальному значенні валютний союз розглядається як один з типів міжнародних валютних систем, представлений групою країн, які встановили межі взаємних коливань курсів своїх національних валют і використовують однакові інструменти валютного регулювання.

Характерними ознаками валютного союзу є постійна фіксація валютних курсів, логічним (але не обов'язковим) завершенням якої є введення єдиної валюти; наявність розвиненої інституційної інфраструктури та єдиного центрального банку союзу; вільний рух капіталу між країнами-учасницями валютного союзу.

Валютний союз як форма регіональної валютної інтеграції може розвиватися як на основі двосторонніх договорів, так і на основі

багатосторонніх договорів країн-учасниць інтеграційних угруповань. Валютний союз дозволяє уникнути коливань обмінних курсів валют країн-членів і створює умови для розвитку їх взаємної торгівлі та інвестування. Формування валютних союзів сприяє вирішенню проблеми забезпечення глобальної фінансової стабільності. При меншій кількості валют міжнародна фінансова система спрощується і за рахунок цього стає більш стійкою [45]. З іншого боку, учасники валютного союзу не можуть проводити незалежну грошово-кредитну політику, а з втратою національної валюти вони втрачають і можливість використовувати валютний курс як буфер для протидії економічним кризам. Це означає, що валютно-фінансові потрясіння в країнах-членах валютного союзу можуть мати різні за масштабами і характером прояву наслідки, але країни змушені будуть приймати однакові заходи в сфері протидії кризам.

Незважаючи на певні недоліки валютного союзу, ця форма валютної інтеграції досить широко використовується в світі. Найбільш розвиненим є валютне співробітництво європейських країн: в 1950 р. був створений Європейський платіжний союз, в 1972 р. – «валютна змія», в 1979 р. – Європейська валютна система, з 1999 р. функціонує Економічний і валютний союз.

На основі використання досвіду валютного співробітництва європейських країн формуються валютні союзи і в інших регіонах світу. У 1964 році було підписано угоду про Центральноамериканський валютний союз (Гватемала, Коста-Ріка, Нікарагуа, Сальвадор); у 1965 р. створено Східнокарибський валютний союз; в 1975 році 16 країн Економічного співтовариства Західної Африки створили Західноафриканську клірингову палату, а в 1994 р. утворився Західноафриканський економічний і валютний союз; у 1997 році 14 країн Південно-Східної Азії створили Манільську рамкову групу з метою розробки механізму управління кризами; в 1998 році було укладено своп-угоду за позиками для проведення валютних інтервенцій (Індонезія, Малайзія, Філіппіни, Сінгапур, Таїланд) [20].

Розвиток інтеграції викликав появу колективних валют, які обслуговують регіональні потреби окремих інтеграційних угруповань. Найбільш відомим прикладом є введення єдиної європейської валюти. Введення євро призвело до активізації обговорення в Азії питання про необхідність створення єдиної валютної одиниці регіону. Ще при підписанні угоди про створення зони вільної торгівлі АСЕАН передбачалося, що ця угода може з часом перерости у створення єдиної азіатської валюти. Пізніше держави-члени Асоціації країн Південно-Східної Азії, а також КНР, Республіка Корея та Японія стали розглядати можливість введення колективної валюти. Створення азіатського валютного союзу може підвищити фінансову стабільність у регіоні і дозволить скоротити численні витрати; прив'язка валют азіатських країн до долара виявилася не тільки занадто дорогою, але також викликала значні диспропорції і коливання валютних курсів. Єдина валюта країн Азії дозволила б усунути ці проблеми.

У перспективі валютна інтеграція у регіоні Південно-Східної Азії може розвиватися за трьома основними сценаріями:

- створення валютного союзу на базі використання Азійської грошової одиниці (Asian Currency Unit – ACU);
- створення валютного союзу на основі зони японської єни;
- створення валютного союзу з китайським юанем у якості колективної валюти.

Ймовірність реалізації кожного із зазначених сценаріїв є достатньо дискусійною, і кожен варіант розвитку азійської валютної інтеграції має своїх прихильників та критиків. Сьогодні у регіоні використовується Asian Currency Unit, яку було впроваджено за рішенням Азійського банку розвитку у 2006 р. Обґрунтовуючи можливість використання ACU як регіональної валюти, М. Каваї зазначає, що у азійському регіоні надто складно підтримувати внутрішньорегіональну стабільність обмінних курсів на основі традиційної прив'язки валюти до долара США, тому необхідно переходити на нову форму координації валютної політики країн Південно-Східної Азії. Зокрема, враховуючи відносно зменшення ролі долара США та відсутність єдиної домінуючої валюти в регіоні, виходом може стати впровадження кошику регіональних валют – ACU як спільної грошової одиниці регіону [39]. Наразі Asian Currency Unit використовується у якості клірингової розрахункової одиниці у регіоні, і можливість її перетворення на повноцінну спільну, а тим більше єдину регіональну валюту на зразок євро є достатньо низькою.

За другим сценарієм, валютний союз у азійському регіоні може бути створений на основі зони японської єни. Можливості об'єднання грошових одиниць країн Південно-Східної Азії навколо єни обговорювалися ще з 70-х рр. ХХ ст.

Відповідно до альтернативного сценарію, регіональна валютна зона у Азії може бути створена навколо китайського юаню. Свого часу Пекін пропонував ввести для материкової частини Китаю, а також Тайваню, Гонконгу й Макао спільну валюту – китайський долар. На думку експертів, через 20-25 років юань зможе стати не лише провідною регіональною валютою, а й однією з резервних валют, враховуючи зростаюче домінування Китаю у азійському регіоні у виробничій, інвестиційній та технологічній сферах. На підтвердження високої ймовірності формування у Південно-Східній Азії оптимальної валютної зони навколо китайського юаню, науковці наводять наступні докази: великі розміри китайської економіки і високий ступінь її залучення у глобальні економічні і, зокрема, фінансові процеси; високий рівень інтернаціоналізації китайського юаня, його вільна конвертованість та попит на нього як на валюту платежу при фінансовому обслуговуванні зовнішньоекономічних операцій в регіоні Південно-Східної Азії; зростання ролі КНР у глобальних потоках капіталу.

Дійсно, Китай має всі передумови для перетворення своєї грошової одиниці на світову резервну валюту та регіональну колективну валюту, зважаючи на позиції країни у світовому виробництві, експорті капіталу, рівень розвитку фінансово-банківської інфраструктури та стан міжнародної ліквідності. За оцінками Світового банку, у 2016 р. на фоні реального світового ВВП 2,4% показник реального ВВП Китаю склав 6,7% (для порівняння: США –

1,6%, країни Євросони – 1,8%, Японія – 1%, в середньому за групою країн, що розвиваються – 3,5%).

У останні роки зросла роль Китаю у світовому експорті капіталу. Якщо у 2001 р. на Китай припадало всього 4,0% чистого експорту капіталу у світі, а Японія була найбільшим чистим експортером капіталу (20,2%), то у 2008 р. Китай з часткою 23,4% значно обігнав Японію (11,7%). Щоправда, станом на 2017 р. Японія з часткою 13,2% знову випередила Китай, який забезпечував 11,1% світового експорту капіталу. Китай здійснив справжній прорив на світовому фінансовому ринку. За оцінками МВФ, у 2013 р. на Китай припадало 9,6% глобальних фінансових активів та 32% світових валютних резервів. В рейтингу S&P Global Market Intelligence серед 100 найбільших банків світу у 2017 р. представлено 18 китайських і 8 японських банків. При цьому перші чотири місця в рейтингу займають китайські банки (Industrial & Commercial Bank of China Ltd., China Construction Bank Corp., Agricultural Bank of China Ltd. and Bank of China Ltd.), а на п'ятому місці знаходиться японська фінансова група Mitsubishi UFJ Financial Group Inc.

Отже, за багатьма економічними та фінансовими показниками Китай наразі випереджає Японію, перетворюючи юань на реального конкурента японської єни як можливої колективної валюти Південно-Східної Азії. Водночас, японська єна досі залишається не тільки важливим регіональним платіжним засобом, але й світовою резервною валютою. Хоча юань і поступається єні за показниками частки у світових валютних резервах і середньодобових обсягах операцій на валютному ринку, не можна недооцінювати швидкість, з якою китайська валюта інтегрується у всі сектори світового фінансового ринку. З 2016 р. Міжнародний валютний фонд увів китайський юань у валютний кошик, що використовується для розрахунку вартості SDR (див. табл. 4.2), таким чином позитивно оцінивши зростання ролі Китаю у світовій економіці та глобальній фінансовій системі і фактично визнавши юань новою резервною валютою.

Значний потенціал розвитку регіональних валютних зон є у африканських країн, які вже мають певний досвід валютно-фінансової інтеграції. Так, ще із заснуванням у 1921 р. Резервного банку Південної Африки південноафриканський фунт став використовуватися як єдиний законний платіжний засіб в країнах-членах. Після створення у 1961 р. Південноафриканської Республіки і заміни фунта на південноафриканський ранд було сформовано валютний простір ранду. У 1974 р. з підписанням угоди між ПАР, Лесото і Свазілендом (неформально до угоди приєдналася Намібія, яка потім вийшла з союзу у 1993 р.) була утворена Єдина валютна зона (Common Monetary Area – СМА). Валютний простір ранду проіснував до 1986 р. і був замінений на Тристоронню угоду про валютний простір.

Сьогодні розвиток валютної інтеграції на африканському континенті відбувається в умовах існування великої кількості інтеграційних угруповань, багато з яких заявляють про наміри створення спільного фінансового простору та введення єдиної валюти. Так, при створенні у 1963 р. Організації африканської єдності (ОАЄ), яка об'єднала 30 країн, у якості однієї з цілей

функціонування організації називалося введення єдиної африканської валюти. правонаступником ОАЄ став Африканський Союз, який був утворений у 2002 р. і об'єднує 54 африканські країни. Серед перспективних планів Африканського Союзу – введення єдиної валюти (афро). У 2005 р. Асоціація керівників Центральних банків країн Африки оголосила про свої плани введення єдиної валюти та створення спільного центрального банку до 2021 року. Щоправда, пізніше ці терміни були скориговані, і наразі така перспектива є ще більш віддаленою (не раніше 2028 р.).

Плани валютно-фінансової інтеграції є і в інших інтеграційних об'єднаннях Африки. Так, серед напрямів розвитку економічної інтеграції в рамках Економічного співтовариства держав Західної Африки (ECOWAS), яке було створено у 1975 р., зазначено формування спільного ринку, економічного і валютного союзу. Співтовариство ECOWAS планувало ввести спільну валюту ще у 2009 році. У якості вимог до країн – майбутніх членів валютного союзу висувалися наступні: відношення дефіциту державного бюджету до ВВП не повинно перевищувати 4%; обсяг валютних резервів центрального банку країни має складати не менше суми чотирьохмісячного імпорту. Однак більшість країн угруповання поки не в змозі задовольнити ці вимоги, тому впровадження спільної валюти відкладено на невизначений термін.

Однією з основних цілей Спільного ринку Східної та Південної Африки (COMESA), який почав діяти у 1994 р., є валютно-фінансове співробітництво з метою врегулювання платежів, створення спільної валютної одиниці в якості розрахункової одиниці країн-членів, створення платіжного союзу, узгодження валютної і податкової політики, досягнення валютної конвертованості, розвитку банківської справи, вільного руху капіталу.

Співтовариство розвитку Півдня Африки (Southern African Development Community – SADC), створене у 1992 р. у вигляді торгово-економічного союзу 14 країн Південної Африки, аносувало можливість появи нової валюти об'єднання до 2016 р. При створенні цієї валюти враховуватиметься досвід впровадження єдиної європейської валюти.

На даний момент в Африці діють два валютних союзи – Західноафриканський економічний і валютний союз (West African Economic and Monetary Union – УЕМОА) і Центральнафриканське валютно-економічне співтовариство (Central African Economic and Monetary Community – СЕМАС), які використовують франк СФА (західноафриканський франк – ХОФ, який знаходиться в обігу на території 8 держав, центральнафриканський франк – ХАФ, який впроваджено у 6 країнах). З 1999 р. франк СФА прив'язаний до євро, що знижує валютні ризики у зовнішній торгівлі африканських країн зони франка з європейськими державами.

Прагнення до розвитку валютної інтеграції і створення валютного союзу відзначається і у регіоні Близького Сходу, передусім, серед країн Ради співробітництва арабських держав Перської затоки (РСАДПЗ), створеної у 1981 р. У Єдиній економічній угоді РСАДПЗ (The Unified Economic Agreement between the Countries of the Gulf Cooperation Council) зазначено, що країни-члени будуть прагнути координації фінансової, монетарної та банківської



політики і посилення співпраці між органами грошово-кредитного регулювання і центральними банками, включаючи спроби впровадження спільної валюти з метою досягнення цілей економічного розвитку (Стаття 22).

Для досягнення цієї мети у 1983 р. був створений комітет у складі керівників валютних агентств і центральних банків країн Перської затоки, діяльність якого була спрямована на координацію фінансової, монетарної і банківської політики. У 1987 р. центральними банками країн РСАДПЗ ухвалено рішення здійснювати координацію політики регулювання курсів національних валют. У 2000 р. прийнято рішення щодо прив'язки національних валют до долара США. У 2005 р. затверджено критерії економічної конвергенції країн для досягнення країнами – майбутніми членами валютного союзу необхідного рівня фінансової і валютної стабільності. Відтак, певні кроки на шляху до створення повноцінної валютної зони у регіоні Перської затоки вже зроблено. Водночас, деякі питання щодо створення валютного союзу у регіоні не вирішено. Зокрема, досі не конкретизовано, як буде називатися нова валюта (спочатку планувалася назва «динар Затоки», потім з'явилася інформація про можливу назву «халіджи»). Крім того, остаточно не визначено склад майбутнього валютного об'єднання, оскільки дві країни РСАДПЗ – Об'єднані Арабські Емірати і Оман – поки що відмовляються приєднатися до валютного союзу.

Спочатку введення єдиної валюти в країнах Перської затоки (Саудівська Аравія, Бахрейн, Катар, Кувейт) планувалося на 2010 рік. Однак враховуючи ускладнення, які на той час спостерігалися у зоні євро, Рада співробітництва арабських держав Перської затоки прийняла рішення відкласти впровадження єдиної валюти спочатку до 2013 р., а потім і до 2015 р. у зв'язку з недостатнім рівнем гармонізації фінансових систем країн – майбутніх членів валютної зони. Станом на кінець 2016 р. єдину валюту країн Перської затоки ще не було впроваджено.

З другої половини ХХ ст. розвиваються процеси регіональної валютної інтеграції у Латинській Америці та Карибському басейні:

- у 1964 р. створено Центральноамериканський валютний союз, до якого увійшли Гватемала, Коста-Ріка, Нікарагуа і Сальвадор. Його члени використовували колективну міждержавну валюту – андське песо, емісія якого забезпечувалася фінансовими зобов'язаннями центральних банків-членів Андського пакту, депонованими в Андському резервному фонді. Курс песо жорстко прив'язаний до долара США. У 1974 р. укладено Центральноамериканську валютну угоду, яка встановлювала спільну валюту – центральноамериканське песо;

- у 1965 р. замість Валютної ради Британських Карибів (існувала з 1950 р.) створено Східнокарибське валютне управління, що використовувало східнокарибський долар у якості спільної валюти, зафіксованої спочатку до британського фунта стерлінгів, а з середини 70-х рр. – до долара США. У 1983 р. створено Східнокарибський центральний банк і сформовано Східнокарибський валютний союз (Eastern Caribbean Currency Union – ECCU) із спільною валютою – східнокарибським долларом. Сьогодні до складу ECCU

входять шість країн – Антигуа і Барбуда, Домініка, Гренада, Сент-Кітс і Невіс, Сент-Люсія, Сент-Вінсент і Гренадини;

- у 2008 р. країни-члени Боліваріанського альянсу (ALBA) – Куба, Венесуела, Нікарагуа, Болівія, Гондурас, Домініка – і Еквадор (увійшов до складу ALBA у 2009 р.) прийняли рішення про перехід з 2010 р. до єдиної валюти – умовної грошової одиниці взаєморозрахунків сукре (Sistema Único de Compensación Regional – SUCRE). Наразі сукре є віртуальною валютою, але з часом може прийняти матеріальну форму. Вартість сукре розраховується за методом валютного композиту (валютний кошик, що складається з валют країн-учасниць). На думку країн-учасниць об'єднання, нова грошова одиниця дозволить протидіяти фінансовій кризі і відмовитися від долара США у регіональних операціях.

Характерною рисою розвитку валютної інтеграції у регіоні Латинської Америки є прив'язка регіональних валют до долара США, що пов'язано з традиційно високим ступенем доларизації економік країн регіону.

Щодо перспектив валютної інтеграції у Північній Америці, то уже деякий час обговорюється можливість створення Північноамериканського валютного союзу і введення єдиної або спільної валюти на території країн NAFTA (США, Канада і Мексика). Валютна інтеграція у регіоні забезпечила б валютну стабільність, необхідну для розвитку фінансових ринків, економічного зростання і отримання найбільшого ефекту від спільного ринку.

Ідею переходу до єдиної валюти країн Північної Америки запропонував у 1999 р. канадський економіст Г. Грабел, який у праці «The Case for the Amero: The Economics and Politics of a North American Monetary Union» представив аргументи на користь введення північноамериканської валюти – амеро. Концепція введення Північноамериканської валюти є ідентичною з концепцією запровадження єдиної європейської валюти.

Однак поки що створення валютного союзу країн NAFTA знаходиться у площині теоретичних обговорень і дискусій, що пов'язано з кількома обставинами. По-перше, на даний момент про плани переходу на єдину валюту (навіть у віддаленій перспективі) на рівні офіційних органів досі не заявлено. По-друге, існує значний політичний спротив з боку Канади щодо ідеї відмови від канадського долару на користь нової валюти регіону. Крім того, створення єдиної Північноамериканської валюти не може бути здійснено у короткостроковому періоді, оскільки існує значна різниця в рівнях економічного розвитку США, Канади і Мексики. Більше того, створення валютного союзу на базі країн NAFTA виглядає малоімовірним, враховуючи сучасний курс зовнішньоторговельної політики США та невизначеність перспектив подальшого функціонування північноамериканської зони вільної торгівлі.

Таким чином, в процесі еволюції регіональної валютної інтеграції змінюється характер міжнародного співробітництва у фінансовій сфері та відповідним чином видозмінюються форми, які приймають валютні угруповання – починаючи від валютних блоків та валютних зон і закінчуючи валютними союзами. Сучасні форми валютних об'єднань відрізняються як ступенем загальноекономічної інтегрованості національних ринків країн-

учасниць, так і характером узгодження грошово-кредитної та валютної політики. Формування валютних союзів як особливого типу валютних зон та вищої форми розвитку регіональної валютної інтеграції не тільки дозволяє країнам протидіяти негативному впливу фінансової глобалізації, а й призводить до зменшення кількості валют, що має фундаментальне значення для створення умов забезпечення фінансової стабільності як на регіональному, так і на глобальному рівнях.

Починаючи з середини ХХ ст. спостерігається активізація розвитку процесів регіональної валютної інтеграції, що знайшло відображення у створенні валютних союзів практично у всіх регіонах світу. Разом з тим, дослідження еволюції та сучасного стану валютної інтеграції в окремих регіонах світового господарства дозволило виділити чинники, обставини та ризики, які стримують подальший розвиток цих процесів, а саме:

- значна диференціація країн, що планують увійти до конкретних регіональних валютних угруповань, за рівнем соціально-економічного розвитку та відповідні складності у досягненні ними встановлених критеріїв економічної конвергенції;

- багатоваріантність альтернативних сценаріїв формування валютного союзу та наявність кількох можливих претендентів на роль регіональної валюти (як у випадку регіону Південно-Східної Азії);

- загострення фінансово-економічних проблем функціонування Єврозони, яке періодично спостерігається, розглядається країнами з інших регіонів світу як негативний досвід валютної інтеграції і змушує їх переглядати доцільність переходу на єдину регіональну валюту;

- окремі країни демонструють політичний спротив вступу до валютних об'єднань через небажання відмовлятися від національної валюти і високий ризик потрапляння у фінансово-економічну залежність від більш сильної країни угруповання;

- загальна нестабільність глобального фінансового середовища ускладнює завдання стабілізації валютно-фінансових систем країн – потенційних учасниць валютного союзу, що є необхідною умовою впровадження спільної або єдиної регіональної валюти.

У результаті, навіть створення тих валютних союзів, формування яких вже було вирішеним питанням і планувалося у конкретні терміни, періодично відкладається. Визначення заходів, спрямованих на подолання перешкод на шляху до формування повноцінних валютних об'єднань у регіонах світу, може стати предметом подальших досліджень у цьому напрямі.

#### **Контрольні питання до теми 4**

1. Охарактеризуйте сутність понять «валютна система» та «валютний механізм». Розкрийте призначення валютної системи.
2. Охарактеризуйте національну валютну систему, визначте її елементи.
3. Що представляє собою регіональна валютна система?

4. Охарактеризуйте сутність світової валютної системи. Назвіть основні елементи світової валютної системи.
5. Які чинники знаходяться в основі зміни видів валютних систем?
6. Охарактеризуйте систему біметалевого стандарту. Визначте чинники, що сприяли його розвитку.
7. Визначте характерні риси золотого стандарту. Розкрийте його переваги та недоліки. Охарактеризуйте причини, що призвели до краху золотого стандарту.
8. Надайте характеристику Генуезькій валютній системі.
9. Охарактеризуйте принципи, на яких базувалася Бреттон-Вудська валютна система.
10. Назвіть причини та особливості кризи Бреттон-Вудської валютної системи.
11. На яких принципах базується сучасна (Ямайська) валютна система? Які вона має переваги та недоліки порівняно з попередніми світовими валютними системами?
12. Які існують варіанти розвитку майбутньої світової валютної системи?
13. Охарактеризуйте типи регіональних валютних об'єднань.
14. Визначте перспективи розвитку процесів регіональної валютної інтеграції.

## ТЕМА 5. СВІТОВИЙ ФІНАНСОВИЙ РИНОК ТА ЙОГО СТРУКТУРА

1. Структура світового фінансового ринку.
2. Чинники та етапи інтернаціоналізації світового фінансового ринку.
3. Світові фінансові центри.
4. Регіональні особливості розвитку світового фінансового ринку.

### 1. Структура світового фінансового ринку.

Центральним елементом в структурі фінансових ресурсів світового господарства є світові ринки капіталу (міжнародні фінансові ринки). Світовий фінансовий ринок сформувався в середині ХХ століття. Його основне призначення полягає в тому, щоб за допомогою акумуляції вільних фінансових ресурсів забезпечити між країнами їх перерозподіл для стабільного економічного розвитку світового господарства й отримання від цих операцій певного доходу.

З практичної точки зору, сучасні *світові фінансові ринки* – це найбільші фінансові центри, які мобілізують і перерозподіляють у всьому світі значні обсяги фінансових ресурсів. З функціональної точки зору – це система акумуляції і перерозподілу світових фінансових потоків з метою безперервного і рентабельного відтворення. З інституційної точки зору – це сукупність банків, спеціалізованих фінансово-кредитних установ, фондових бірж, через які здійснюється рух світових фінансових потоків.

В результаті конкуренції сформувалися *світові фінансові центри*, в яких концентрується переважна частка всіх міжнародних фінансових угод. До провідних світових фінансових центрів належать, передусім, Нью-Йорк, Лондон, Цюрих, Люксембург, Франкфурт-на-Майні, Париж, Токіо та інші.

Особливим видом фінансових центрів стали офшорні території – Багамські острови, Сінгапур, Гонконг, Панама, Бахрейн тощо. Їх поява на периферії світового господарства була обумовлена нижчими податками і операційними витратами, незначним державним втручанням, ліберальним валютним законодавством. В офшорних центрах фінансово-кредитні установи здійснюють операції в основному з нерезидентами в іноземній валюті.

Таким чином, синтезуючи існуючі підходи до визначення поняття світового фінансового ринку, з комплексної точки зору *світовий фінансовий ринок* можна розглядати як масштабне, інтегроване утворення в структурі світового господарства, представлене великими міжнародними фінансовими центрами, в яких сконцентровано значну кількість фінансово-кредитних установ, що здійснюють акумуляцію і перерозподіл світових фінансових потоків з метою безперервного і рентабельного відтворення.

У контексті якісних характеристик, що можуть бути притаманні світовому фінансовому ринку, виділяють різноманітні критерії класифікації його видів (табл. 5.1).

Таблиця 5.1

### Типологія світового фінансового ринку

Критерій	Види ринків	Характеристика ринку
Характер та умови обігу фінансових інструментів	Первинний	ринок, на якому здійснюються розміщення вперше випущених цінних паперів
	Вторинний	ринок, на якому здійснюється обіг цінних паперів у формі перепродажу раніше випущених інструментів
Підконтрольність національним системам регулювання	Національний (локальний)	Фінансовий ринок окремої країни
	Регіональний	Фінансовий ринок кількох країн, що належать до одного регіону
	Міжнародний	Провідний центр, де концентруються значні обсяги міжнародних фінансових операцій
Територіальність	Внутрішній ринок	Національний ринок та ринок операцій в іноземній валюті
	Зовнішній ринок	Зарубіжні ринки та євроринок
Організаційна структура ринку	Організований	Ринок з офіційно встановленими правилами торгівлі
	Неорганізований	Нерегламентована торгівля фінансовими інструментами
Ступінь дотримання норм фінансової, грошово-кредитної та валютної політики	Легальний (білий)	Фінансові операції здійснюються із дотриманням норм законодавства у фінансовій сфері
	Напівлегальний (сірий)	Окремі фінансові операції здійснюються з певними порушеннями норм законодавства у фінансовій сфері, однак масштаби порушень є незначними
	Нелегальний (чорний)	Переважна частина фінансових операцій здійснюється з порушенням норм законодавства у фінансовій сфері

Структура світового фінансового ринку є неоднорідною і складається з різноманітних сегментів, представлених у таблиці 5.2.

Найбільш поширеним є структурування світового фінансового ринку за типом фінансових інструментів, взаємодія між якими відбувається в процесі трансформації форм капіталу. В цьому аспекті свого поліструктурного характеру світовий фінансовий ринок набув в результаті еволюції видів грошей. Відповідно до цього підходу, світовий фінансовий ринок включає валютний ринок, фондовий ринок або ринок акцій, ринок деривативів, ринок страхових послуг, ринок позикових капіталів.

*Валютний ринок* – це ринок, на якому здійснюються операції з купівлі-продажу іноземної валюти.

Валютний ринок є складовою частиною фінансового ринку, оскільки на ньому ведеться торгівля саме фінансовими паперами. За визначенням деяких авторів, валютний ринок – це «ринок, на якому торгують фінансовими паперами з відносно невеликим терміном обігу». Щодня на валютному ринку здійснюються операції на суму понад 1,5 трлн. дол.

Наступною складовою світового фінансового ринку є ринок акцій. Як правило, ринок акцій ототожнюють з фондовим ринком, хоча останнє поняття є більш широким, оскільки воно охоплює торгівлю не тільки акціями, але й іншими фондовими цінностями.

Таблиця 5.2

## Підходи до структуризації світового фінансового ринку

Критерій структуризації	Структурні складові (сегменти) світового фінансового ринку
Тип фінансового інструменту (активу)	Валютний ринок
	Фондовий ринок
	Ринок деривативів
	Ринок позикового капіталу
	Ринок фінансових (зокрема, страхових) послуг
Строк реалізації майнових прав	Ринок дорогоцінних металів
	Ринок грошей
Термін виконання угоди	Ринок капіталів
	Ринок поточних операцій
Характер фінансового активу, що є об'єктом угоди	Ринок строкових операцій
	Ринок простих фінансових інструментів
Функціональний критерій типів фінансових операцій	Ринок похідних фінансових інструментів
	Ринок кредитних операцій
Характер інститутів ринку	Ринок інвестиційних операцій
	Сегмент учасників фінансового ринку
Учасники угоди та місце її здійснення	Сегмент організацій, що обслуговують учасників ринку
	Біржовий (централізований) ринок
	Позабіржовий (децентралізований) ринок

*Світовий фондовий ринок* – це особливий ринок, на якому здійснюється торгівля цінними паперами та фондовими цінностями, деномінованими в іноземній валюті. Фондовий ринок також розглядається як інститут або механізм, що зводить разом покупців (пред'явників попиту) і продавців (постачальників) фондових цінностей, тобто цінних паперів.

У ринковій економіці ринок цінних паперів є основним механізмом перерозподілу грошових накопичень. Фондовий ринок створює ринковий механізм вільного, хоч і регульованого, переливу капіталів в найбільш ефективні галузі господарювання. Основними функціями ринку цінних паперів є наступні:

- інвестиційна функція, тобто формування і розподіл інвестиційних фондів, необхідних для розширеного відтворення і технічного прогресу;
- переділ власності за допомогою використання пакетів цінних паперів (перш за все, акцій);
- перерозподіл ризиків (хеджування) шляхом купівлі-продажу фіктивного капіталу, за допомогою протилежних операцій, учасники яких по черзі приймають ризик на себе;
- підвищення ліквідності боргу (зокрема державного), покриття його за допомогою випуску цінних паперів.

Роль світового фондового ринку і його ефективність виражається в рішенні наступних задач:

- акумуляція грошових потоків населення і підприємств;
- концентрація акумульованих засобів у вигляді формування капіталу, за допомогою якого можна вирішити масштабні економічні завдання;

- збільшення частини капітальних вкладень у валовому національному продукті і створення резервів капіталу;
- залучення вітчизняного і іноземного капіталу в економіку держави;
- оптимізація галузевої і регіональної структур шляхом міграції капіталу, переливу його у високорентабельні галузі і регіони;
- формування інституту власників, здатних ефективно розпоряджатися виробничими ресурсами;
- розвиток конкурентного середовища у фінансовій сфері, що сприяє підвищенню якості банківських послуг клієнтам;
- створення умов для інтеграції економіки країни в світову економічну систему.

На світовому валютному та фондовому ринках торгуються прості інструменти, тобто об'єктами торгівлі є безпосередньо валюта або акції. Останнім часом все більшого поширення набуває торгівля похідними, більш складними інструментами, які отримали назву деривативів.

*Ринок деривативів* – це ринок, на якому обертаються похідні фінансові інструменти. В основі деривативів знаходяться більш прості фінансові інструменти – валюта, акції, облігації.

Основними типами контрактів, що купуються та продаються на ринку деривативів, є фінансові ф'ючерси, опціони та свопи. Ф'ючерсні контракти представляють собою зобов'язання купити або продати певну кількість стандартизованої валюти або фондових цінностей в майбутньому за ціною, зафіксованою у момент укладання угоди. Опціони надають покупцю цих контрактів право купівлі або продажу валюти або цінних паперів впродовж наперед обумовленого терміну за курсом, зафіксованим на момент укладання відповідної угоди. Угоди «своп» є більш складними комбінованими контрактами, які передбачають, що валюта або фондові цінності купуються (продаються) на умовах «спот», а потім продаються (купуються) на умовах «форвард». Завдяки фіксації ціни виконання ф'ючерсних, опціонних та своп угод в момент укладання контракту, похідні фінансові інструменти допомагають зменшувати фінансові ризики. Тому основною функцією ринку деривативів є хеджування фінансових ризиків.

Одним з методів захисту від ризиків, що виникають у суб'єктів світової економіки в ході господарської діяльності, є страхування. Тому важливою складовою світового фінансового ринку є ринок страхових послуг.

*Ринок страхових послуг* – це система економічних відносин, що виникають з приводу купівлі-продажу специфічного товару – страхового покриття – в процесі задоволення суспільних потреб у страховому захисті.

Міжнародний страховий ринок охоплює операції обміну страховими послугами між країнами та регіонами світу. Основою для розвитку світового страхового ринку стала інтернаціоналізація страхового бізнесу, пов'язана, в першу чергу, з динамічним розвитком інтернаціоналізації інших сфер міжнародних економічних відносин, що потребують страхового захисту. Основними суб'єктами світового ринку страхування є страхові компанії – спеціалізовані фінансово-кредитні установи, які формують цільові грошові

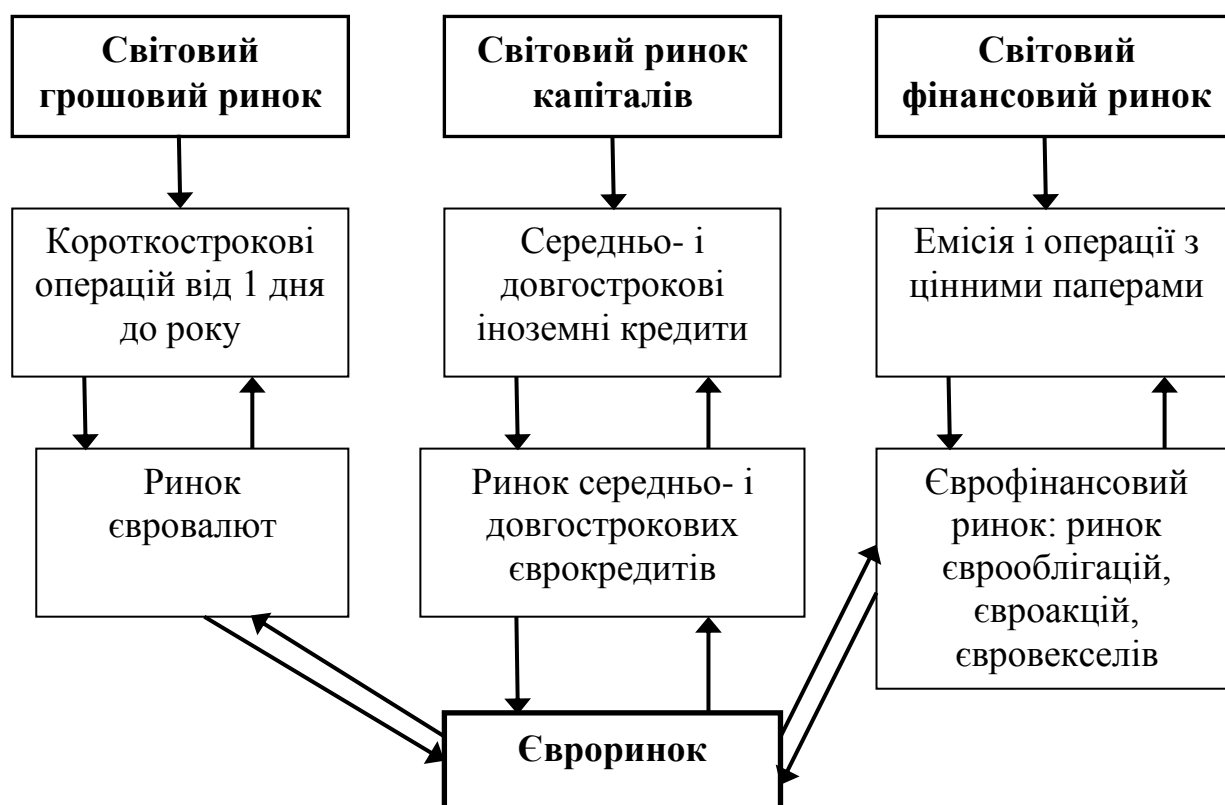


фонди за рахунок акумуляції коштів населення, підприємств, установ, і здійснюють за рахунок цих фондів виплати при настанні страхового випадку. У зв'язку з підвищенням ступеню нестабільності світового фінансового середовища, останнім часом спостерігається суттєве прискорення темпів зростання обсягів світового страхового ринку, а страхові компанії концентрують значну частину фінансових ресурсів світу. Величина щорічних страхових платежів у світовому господарстві становить близько 3,7 трлн. дол., з яких майже 40% припадає на європейські країни.

Важливою ланкою світового господарства, яка забезпечує його необхідними грошово-кредитними ресурсами, є світовий ринок позичкових капіталів (світовий кредитний ринок).

З функціональної точки зору, *світовий ринок позичкових капіталів* – це система ринкових відносин, які забезпечують акумуляцію і перерозподіл позичкового капіталу між країнами, із сукупністю інститутів, через які здійснюється рух цього капіталу.

Залежно від термінів руху позичкового капіталу міжнародний кредитний ринок складається з трьох взаємопов'язаних секторів: світового грошового ринку, ринку капіталів (середньо- і довгострокових іноземних позик і євро кредитів) та фінансового ринку, що наведено на рис. 5.1.



**Рис. 5.1. Структура світового ринку позичкових капіталів**

Джерело: [78, с.89]

*Світовий грошовий ринок* представляє собою ринок короткострокових іноземних позик і єврокредитів строком від одного дня до року. Тут переважають міжбанківські позики, або міжбанківські депозити (розміщення

банками депозитів на рахунках інших банків), депозитні сертифікати, векселі, банківські акцепти.

Різке збільшення обсягів операцій на *світовому ринку капіталів* в 70-х рр. ХХ ст. було пов'язане з розвитком техніки ролловерних кредитів (короткострокових періодично відновлюваних кредитів за плаваючою ставкою). Цей ринок нерідко називають ринком синдигованих, або консорціальних, кредитів, оскільки кредити надають переважно банківські синдикати або консорціуми (звичайно з 50-60 банків і більше).

Світовий фінансовий ринок (у більш вузькому значенні, як складова кредитного ринку) – це ринок облігаційних позик, який почав формуватися в другій половині 60-х рр. З його появою на світовому ринку позичкових капіталів стали функціонувати два паралельні ринки: ринок традиційних іноземних позик, які розміщуються позичальниками-нерезидентами на національних ринках, і ринок європозик, які розміщуються на євrorинку.

Відповідно до іншої класифікації, світовий кредитний ринок складається зі світового ринку банківських кредитів та світового ринку боргових цінних паперів. Основним інструментом світового ринку боргових цінних паперів є векселі та облігації.

*Світовий ринок банківських кредитів* – це ринок, на якому відбувається рух позикового капіталу між країнами.

Формою руху позикового капіталу в міжнародних економічних відносинах є міжнародний кредит – фінансова операція, яка пов'язана з передаванням позичальнику валютних ресурсів на умовах повернення, строковості, та уплати процентів. В світовій економіці міжнародний кредит забезпечує перерозподіл фінансових ресурсів між національними економіками, більш ефективне використання тимчасово вільних коштів, сприяє прискоренню економічного росту, розвитку розширеного відтворення. В цілому, ринок позичкових капіталів сприяє зростанню виробництва і товарообігу, руху капіталів всередині країни, трансформації грошових заощаджень у капіталовкладення, реалізації досягнень науково-технічної революції, відновленню основного капіталу.

Останнім часом в структурі світового кредитного ринку стали виокремлювати євровалютний ринок, або євrorинок, на якому здійснюються безготівкові депозитно-кредитні операції в іноземних валютах за межами країн - емітентів цих валют, тобто в євровалютах. Оскільки євровалютні операції на міжнародному ринку позикових капіталів переважають (за деякими оцінками, на них припадає 70-90% всіх міжнародних кредитних операцій), то термін «євrorинок» нерідко використовують як синонім міжнародного ринку позикових капіталів.

Основною валютою при проведенні міжнародних кредитно-депозитних та обмінних операцій є євродолар – американський долар, що перебуває в обігу поза ринком США. Крім євродолара на міжнародному ринку є в обігу також інші євровалюти. Їх можна визначити аналогічно євродолару як валюти, розміщені в банках поза межами відповідних національних ринків, та такі, що використовуються банками для проведення кредитних операцій. Операції з

євродоларами чи іншою євровалютою не контролюються жодним національним валютним органом і мають наднаціональний характер.

Банки, що проводять операції з євровалютами, називають євробанками. Відповідно ринки, на яких банки здійснюють кредитні та депозитні операції в євровалютах, тобто в валютах, відмінних від валюти країни, де вони знаходяться, називають євроринками. Операції на євроринку не підлягають валютному регулюванню країни, де розміщені конкретні банки, оскільки в операціях на євроринку валюта платежу не є національною валютою країни, де проводиться ця операція.

Євроринки виникли і почали розвиватись завдяки діяльності на міжнародному ринку великих міжнародних банків у напрямі забезпечення потреб суб'єктів ринку. Спочатку операції на євроринку мали короткостроковий характер. Поступово операції учасників євроринку розширились від простого банківського посередництва до широкого кола фінансових послуг. Значна частина кредитно-депозитних операцій міжнародних банків має міжбанківський характер. І на сьогодні банки є основними учасниками євроринку: близько 75% євродоларових депозитів володіють банки.

Фінансові ринки промислово розвинених країн тривалий час мають в певній мірі відкритий характер. Нерезиденти можуть інвестувати кошти в цінні папери резидентів, а також у деяких випадках пропонувати до продажу цінні папери власної емісії. В цілому резиденти країн з розвинутою ринковою економікою та вільно конвертованою валютою мають широкі можливості для проведення операцій на євроринку, проте не мають гострої потреби в страхуванні від валютного, процентного, політичного та економічного ризиків. Резиденти країн з перехідною економікою та слабкою валютою, навпаки, мають гостру потребу в страхуванні від ризиків і практично не мають змоги проводити страхування від фінансових ризиків на міжнародному ринку.

Усі великі міжнародні фінансові центри є водночас великими євроцентрами, де здійснюються величезні обсяги операцій з усіма базовими валютами світу. Головним центром ринку євродоларів є Лондон – один із основних міжнародних фінансових центрів. Мінімальна сума угоди на ринку євродоларів становить 1 млн. дол. США. Провідну роль на євроринках відіграють найбільші банки Європи, США та Японії. Зародившись наприкінці 50-х років в Європі, євроринки з часом охопили весь світ. На сьогодні діяльність євроринків сконцентрована в трьох регіонах — європейському, північноамериканському та далекосхідному з центрами у Лондоні, Нью-Йорку й Токіо. Частка європейського ринку в обсязі операцій з євровалютою поступово зменшується внаслідок бурхливого розвитку далекосхідного ринку та активізації північноамериканського. Сьогодні можна говорити про світовий характер євроринків.

Характерною ознакою міжнародного фінансового ринку є те, що операції на ньому, як правило, не підпадають під регулювання будь-якої однієї країни. Учасниками міжнародного фінансового ринку виступають уряди, центральні банки, фінансові інститути, великі промислові корпорації, фізичні особи

окремих держав, а також міжнародні організації, міжнародні фінансові інститути, транснаціональні корпорації.

Множинність складових елементів сучасного фінансового ринку потребує відповідної інституціональної основи. Інституційна основа сучасного світового фінансового ринку включає:

- позичальників (споживачів капіталу);
- вкладників (суб'єктів, чий кошти акумулюються);
- посередників (безпосередніх постачальників капіталу).

Вкладниками на міжнародному ринку є підприємства, що здійснюють зовнішньоекономічну діяльність, інституційні інвестори, приватні особи, державні фінансові установи. Всі вони при цьому переслідують різні цілі і мають різні можливості залежно від регулювання відповідних національних ринків. Центральні банки та державні фінансові установи розміщують на міжнародному ринку свої валютні резерви. Підприємства використовують тимчасово вільні грошові кошти для отримання доходу. Фінансові посередники вкладають кошти на міжнародному ринку для підтримання ліквідності, страхування від валютного та процентного ризиків, а також з метою отримання спекулятивного прибутку.

Позичальниками на міжнародному ринку виступають великі багатонаціональні корпорації, державні та приватні підприємства, центральні й комерційні банки, уряди та державні фінансові установи. При цьому більша частина всіх валютно-депозитних операцій сконцентрована на міжбанківському ринку, тобто учасниками таких операцій є винятково банки, а більшу частину позичальників останніми роками становлять резиденти промислово розвинених країн. Це стало наслідком неплатоспроможності країн «третього світу», які становили значну частину позичальників на міжнародному ринку в 80-х роках.

Провідну роль на міжнародному фінансовому ринку відіграють найбільші банки, які виконують функції фінансових посередників. Банки промислово розвинених країн вже досить давно здійснюють діяльність на міжнародному ринку. Основними операціями міжнародних банків є оптові операції на міжбанківському ринку, операції з фінансування міжнародної торгівлі, фінансування окремих держав. Діяльність міжнародних банків в іноземних державах досить різнобічна і значною мірою залежить від банківського та валютного регулювання конкретної країни. Банківські установи міжнародних банків переважно здійснюють свою діяльність як оптові банки. Обсяг операцій в іноземних валютах міжнародних банків постійно збільшується. Останнім часом набір операцій таких банків розширився за рахунок роздрібних операцій та діяльності, характерної для інвестиційних банків.

На міжнародному ринку банки залучають кошти переважно на короткий термін і під процентні ставки, розраховані на основі відповідних процентних ставок на національних ринках так, щоб інвестиції на міжнародному ринку були привабливими для інвесторів. Крім вкладів банки залучають на ринку кошти, емітуючи комерційні цінні папери, депозитні сертифікати, векселі тощо.

Подальший розвиток міжнародних ринків та інтеграційні процеси на них сприяють розвитку світової економіки, оскільки дають змогу кращого

розподілу фінансових ресурсів у світовому масштабі. Водночас вони роблять більш взаємозалежними економіки різних країн і зменшують можливості урядів країн у регулюванні процесів на національних фінансових ринках.

Внаслідок інтернаціоналізації фінансових ринків держави втратили значною мірою важелі впливу на них капіталів. Це означає, що в разі дестабілізації міжнародного ринку державі важче здійснити стабілізуючий вплив на національний ринок. Розвиток та глобалізація фінансових ринків створили передумови для значного зростання системного ризику і для ступеню нестабільності світового фінансового ринку.

Таким чином, розвиток світових фінансових ринків веде до значної концентрації капіталів навколо світових фінансових центрів. Дана тенденція розширює можливості використання тимчасово вільних коштів в економіках тих країн, які мають гостру потребу в додатковому капіталі. Зовнішні позики капіталу широко використовуються країнами, що розвиваються, і країнами з перехідною економікою. Такі країни намагаються повернути капітал в свою економіку шляхом продажу цінних паперів на внутрішніх і зовнішніх фінансових ринках, розміщення облігаційних позик за кордоном, отримання приватних, державних кредитів і кредитів з боку міжнародних організацій.

## **2. Чинники та етапи інтернаціоналізації світового фінансового ринку.**

Однією із закономірностей розвитку світового господарства є інтернаціоналізація господарського життя, яка передбачає все більше залучення суб'єктів національної економіки в господарські відносини з іноземними партнерами.

*Інтернаціоналізація економіки* є об'єктивною історичною закономірністю розвитку продуктивних сил. В ХХ столітті інтернаціоналізація обміну переростає в інтернаціоналізацію капіталу і виробництва. Рамки внутрішніх ринків стають все більш тісними для масштабного спеціалізованого виробництва. Воно об'єктивно виходить за межі національних кордонів, тобто окремі національні економіки все більше інтегруються у світове господарство.

Вищою стадією розвитку інтернаціоналізації є *глобалізація* – процес перетворення світового господарства в єдиний ринок товарів, послуг, чинників виробництва. Світові ринки стають сферою реалізації інтересів транснаціональних корпорацій. Рушійною силою світового господарства є технічні нововведення, які не мають національних особливостей. Кожна з нових розробок швидко стає ліквідним міжнародним товаром. Ринки товарів та послуг, міжнародна торгівля, фінансові ринки стають все більше глобалізованими.

Інтернаціоналізація призводить до створення всесвітнього господарства, а у фінансовій сфері – до формування світового фінансового ринку. Основними тенденціями розвитку світового ринку фінансових ресурсів в сучасних умовах інтернаціоналізації і глобалізації стало підвищення ролі міжнародних ринків, що мають наднаціональний характер.

Інтернаціоналізація фінансових відносин, інтеграція ринків капіталу мають очевидні вигоди, підтвержені як теорією, так і практикою функціонування світових фінансових ринків. Країна, що має тимчасові труднощі у зв'язку з економічною кризою або стихійним лихом, може отримати позики за кордоном. Країни, що розвиваються, які не мають достатньо інвестиційних ресурсів, залучаючи іноземні капітали, здійснюють інвестиції без надмірного обмеження споживання. Інвестори, здійснюючи капіталовкладення в активи різних країн, мають можливість зменшити фінансові ризики. На глобальному рівні міжнародний ринок капіталу дозволяє спрямувати збереження для найбільш ефективного їх використання.

Разом з тим, інтернаціоналізація ринків капіталу може здійснити й негативний вплив на національну економіку та світове фінансове середовище. Інтернаціоналізація світового ринку капіталу призводить до збільшення кількості фінансових ризиків, з якими мають справу суб'єкти фінансових операцій, оскільки традиційні внутрішні ризики (кредитний, процентний, ціновий, операційний тощо) доповнюються появою зовнішніх чинників ризику (валютний ризик, ризик вилучення зарубіжних активів тощо). В умовах інтернаціоналізації підвищується ступінь нестабільності всіх сегментів світового фінансового ринку, зростає частота і масштаби фінансових криз. Особливо гострими проблемами фінансових потрясінь є по відношенню до країн, що розвиваються, оскільки вони, як правило, не мають розвиненого ефективного механізму боротьби з фінансовими кризами.

Інтернаціоналізація світового фінансового ринку як об'єктивний процес розвитку світового господарства відбувалася у кілька етапів, кожен з яких характеризувався особливостями функціонування та регулювання різних сегментів міжнародного ринку капіталу. Як правило, процес інтернаціоналізації світового фінансового ринку та розвитку світової валютно-фінансової системи розділяють на чотири періоди:

- I. Кінець XIX ст. – початок 20-х років XX ст.
- II. Початок 20-х років XX ст. – середина 40-х років XX ст.
- III. Середина 40-х років XX ст. – початок 70-х років XX ст.
- IV. Початок 70-х років XX ст. – теперішній час [16].

Під час першого періоду світову валютно-фінансову систему можна охарактеризувати як систему золотого стандарту. Стабільні валютні курси, основані на фіксації золотого вмісту національних валют, сприяли розвитку світової торгівлі і експорту капіталу. Перед Першою світовою війною експорт капіталу, що вимірюються величиною сальдо поточного платіжного балансу по відношенню до національного доходу, складав у провідних країнах 4-5%. Розмір зарубіжних капіталовкладень по відношенню до ВВП збільшився з 7% в 1870 р. до 20% в 1914 р. У зв'язку з інтеграцією ринків капіталу різниця у рівнях процентних ставок в різних країнах стала мінімальною.

Другий етап розвитку світового фінансового ринку припадає на період між двома світовими війнами. В результаті Першої світової війни і світової економічної кризи 1929-1933 рр. відбувається перехід майже всіх країн до протекціонізму, що відображалось у впровадженні бар'єрів на шляху

переміщення товарів, послуг та капіталу. В 20-30-і рр. міжнародні потоки капіталу скоротились до 2% національного доходу. Зарубіжні активи зменшились до 8% ВВП в 1930 р. і 5% ВВП в 1945 р. Різниця в процентних ставках зросла майже вдвічі.

Третій етап інтернаціоналізації відомий як період дії Бреттон-Вудської системи. В цей час здійснюється спроба поновити міжнародні економічні зв'язки, скасувати бар'єри на шляху переміщення товарів. Однак, в дії залишаються обмеження на міжнародний рух капіталу. За період 1945-1960 рр. відносні обсяги експорту капіталу при абсолютному зростанні зменшились до 1% національного доходу.

На четвертому (сучасному) етапі розвитку світовий фінансовий ринок виявився під впливом наступних чинників:

- 1) загальна лібералізація руху капіталу;
- 2) зміна курсоутворення;
- 3) розвиток інформаційних технологій;
- 4) розпад соціалістичної системи;
- 5) введення євро [20].

Четвертий період характеризується масовим переходом країн до режиму плаваючого валютного курсу, що сприяло інтеграції ринків капіталу, оскільки спостерігалось послаблення валютних обмежень і контролю за міжнародними фінансовими операціями. З середини 70-х рр. розвинені країни поступово розповсюдили конвертованість своїх валют на фінансові угоди. Перехід до конвертованості національних валют відбувався досить повільно та нерівномірно, оскільки періоди лібералізації фінансових операцій чергувалися з періодами поновлення валютних обмежень для досягнення певних цілей. Так, в 1971-1973 рр. Німеччина, Франція, Швейцарія та Іспанія застосували валютні обмеження для стримання припливу капіталу. У 1972 р. Великобританія вперше застосувала валютні обмеження з метою стримання відпливу капіталу при переході до режиму плаваючого курсу фунту стерлінгів.

Зі зростанням відкритості національних економік розмах валютної лібералізації поступово зростає. Так, у 1976 році зобов'язання за VIII ст. Статуту МВФ, яка забороняє обмеження за поточними платежами, дискримінаційні валютні режими і бар'єри на шляху репатріації коштів іноземних інвесторів, виконувала 41 країна, у 2002 році – 152. Нещодавно навіть найрозвинутіші країни Заходу мали безліч валютних обмежень. Так, наприклад, в Англії до середини 1970-х резидентам заборонялося отримувати готівкову іноземну валюту понад установлений дуже низький ліміт, а у Франції в 1983 році було введено правила репатріації експортного виторгу, купівлі валюти для імпорту, покриття валютних операцій на термін фінансування інвестицій за кордоном.

Незважаючи на поступову інтеграцію фінансових ринків, процеси лібералізації фінансових операцій неоднаково протікають в країнах з різними типами соціально-економічних систем, значно різняться системи регулювання міжнародних потоків капіталу в країнах з різним рівнем економічного розвитку. Так, сучасна політика розвинених країн в сфері регулювання міжнародного руху капіталу є достатньо лібералізованою. Застосування

обмежень на фінансові операції в розвинених країнах носить періодичний характер, національні фінансові ринки мають високий ступінь лібералізації і рух капіталу є досить вільним. Країни, що розвиваються, досі активно використовують валютні обмеження та контроль за поточними і фінансовими операціями платіжного балансу з метою його вирівнювання і захисту національної економіки. При цьому, якщо валютні обмеження в розвинених країнах впроваджуються періодично, то в країнах, що розвиваються, обмеження встановлюються на тривалий термін, а застосування деяких форм валютного контролю носить постійний характер.

Для багатьох країн, що розвиваються, результати фінансової лібералізації виявилися неоднозначними. За даними МВФ, валютна лібералізація мала сприяти інтеграції у світову економіку і збільшенню конкурентоспроможності. На практиці скасування валютних обмежень часто не відповідало макроекономічним показникам розвитку економіки і його темпи не порівнювалися з темпами формування механізмів та інститутів ринку. Як наслідок, було створено основу для доларизації, витоку інвестиційних ресурсів, неконтрольованого руху спекулятивних капіталів.

На сучасному етапі інтернаціоналізації світового фінансового ринку відбулася й інша зміна: обмінні курси національних валют країн світу перестали формуватися в зовнішній торгівлі. Це викликано багаторазовим збільшенням обсягів міжнародних валютних ринків. Якщо в 1970-ті рр. щоденний обсяг валютних операцій у світі складав 10 – 20 млрд. дол. (тобто наближався до вартості ВВП, що виробляється в розвинутих країнах протягом одного робочого дня), то в 2001 році цей показник дорівнював 1,2 трлн. дол. На обслуговування товарних угод тепер припадає всього 2% від валютообмінних операцій, що відбуваються у світі. Тому можливість відхилення ринкового курсу валюти від паритету купівельної спроможності, за яким курсове співвідношення двох валют має відображати співвідношення цін у цих країнах, значно збільшилась.

Швидкий рух міжнародних фінансових потоків забезпечується революцією в засобах зв'язку й обробки інформації. У 1970-1980-ті роки в багатьох країнах було створено загальнонаціональні системи розрахунків у режимі реального часу (Real Time Gross Settlement – RTGS). У 1990-ті роки між ними виникли сполучні ланки. У Гонконгу існують такі системи розрахунків у гонконгських доларах, у доларах США, а з квітня 2003-го року – у євро, до того ж вони функціонально доповнюють один одного.

Розпад соціалістичної системи на межі 1980 – 1990-х років, перехід нових незалежних країн до ринкової економіки зумовили формування нового сегменту в структурі світових фінансових ринків. Це значно змінило вигляд міжнародної валютно-фінансової системи, хоча на новий сегмент припадає незначна частка фінансових операцій, що відбуваються у світі.

Важливим чинником, що зумовив радикальні зміни на світових фінансових ринках, стало введення з 1 січня 1999 року єдиної європейської валюти. Протягом перших років існування вона втрачала в ціні, а вже на межі 2002–2003 років євро став коштувати дорожче від долара. Це показало



приватним і державним інвесторам, що європейська валюта може використовуватися як засіб диверсифікації їхніх нагромаджень.

Завдяки сукупній дії зазначених чинників сучасний період інтернаціоналізації характеризується найбільшою інтенсифікацією фінансових потоків. Крім того, сучасну ситуацію відрізняє й більш складна структура фінансових ринків з точки зору інструментів, що використовуються, більш висока швидкість здійснення фінансових операцій, і відповідно, значне зростання ринкових оборотів. Швидке переміщення великих сум з одного ринку на інший призвело до підвищення волатильності міжнародних фінансових ринків. Якщо до Другої світової війни фінансовий ринок обмежувався масштабами розвинених країн Європи, Північної Америки і Австралії, то на сучасному етапі він набуває глобального характеру.

Таким чином, світовий ринок капіталу представляє собою складне переплетіння національних та міжнародних ринків, що забезпечує перелив грошово-кредитних ресурсів між країнами, регіонами та галузями економіки. Він виступає глобальним механізмом, що забезпечує балансування світового попиту і пропозиції на капітал. Світовий фінансовий ринок історично виник на базі національних фінансових ринків під впливом концентрації виробництва і капіталу та інтернаціоналізації світогосподарських зв'язків.

### **3. Світові фінансові центри**

Наслідком глобалізації світових фінансових ресурсів стало формування і розвиток *міжнародних фінансових центрів*, на які припадає велика частка операцій з перерозподілу фінансових потоків. Ці центри є найважливішою складовою світового господарства і виступають ланками єдиного ланцюга, що формує міжнародний ринок капіталу зі всіма його сегментами (ринками банківських кредитів, цінних паперів, золота, валюти тощо).

Ознаками міжнародного фінансового центру є: високий рівень економічної свободи в сфері діяльності агентів ринку, споживання, накопичення і інвестування; стабільність валюти і стійкість національної фінансової системи, де базується фінансовий центр; ефективність фінансових інститутів і інструментів; активні і мобільні ринки; універсальні засоби зв'язку, що забезпечують будь-які види операцій і фінансово-економічну інформацію; наявність відповідного правового поля і соціального клімату.

Фінансові центри, які сьогодні є невід'ємною складовою глобальної фінансової архітектури, значно різняться за обсягом та диверсифікованістю операцій, роллю у світовій фінансовій системі, функціональною спеціалізацією, інтенсивністю взаємодії з іншими центрами фінансової торгівлі та іншими ознаками. Так, Г. Мойсейчик у праці «Архітектоніка глобальної системи фінансових центрів» вказує на існування глобальної системи фінансових центрів як «мережі фінансових центрів різного порядку й якості, кожен з яких відіграє особливу функціональну роль і разом з тим створює загальний функціональний каркас всієї системи» [87].

Аналіз сучасних наукових досліджень, присвячених проблематиці функціонування фінансових центрів у світовому господарстві, дозволяє виділити кілька критеріїв їх класифікації (табл. 5.3).

Таблиця 5.3

## Сучасна типологія фінансових центрів світу

Критерій типологізації	Автор / походження типології	Типи фінансових центрів
Розміщення головних штаб-квартир ТНК, їх галузевих та регіональних офісів	Н. Тріфт	Глобальні (Лондон, Нью-Йорк, Токіо)
		Зональні (Сінгапур, Гонконг, Париж, Лос-Анджелес)
		Регіональні (Сідней, Чикаго, Сан-Франциско, Даллас, Маямі, Гонолулу)
Роль фінансових центрів у світовому господарстві	Z/Yen Group	Глобальні (Лондон, Нью-Йорк)
		Міжнародні (Гонконг, Сінгапур, Франкфурт, Чикаго, Токіо, Сідней)
		Нішеві або спеціалізовані (Цюріх, Женева)
		Національні
		Регіональні
	Global Financial Centres Index	Глобальні
		Регіональні
The Economist	Локальні	
	Провідні (Лондон, Нью-Йорк, Токіо, Гонконг, Париж, Франкфурт, Сінгапур)	
Етапи еволюції фінансових центрів	City Of London Corporation	Інші (Чикаго, Цюріх, Сідней)
		Локальні
		Локальні центри, відкриті для іноземних учасників
		Регіональні
	City Of London Corporation	Міжнародні
		Зрілі національні
		Виникаючі глобальні
Г. Мойсейчик	Зрілі глобальні	
	Глобальні офшори (Лондон, Нью-Йорк, Цюріх)	
	Нішеві офшорні центри (Кайманові острови, Багамські острови)	
Функціональна спеціалізація	Г. Мойсейчик	Проміжні (регіональні, оншорно-офшорні) фінансові центри (Сінгапур, Дубаї, Гонконг)
		Глобальні біржові центри (Лондон, Нью-Йорк, Цюріх, Токіо)
		Регіональні центри за типом універсальних фінансових та сервісних розподільвачів (хабів) (Сінгапур, Гонконг, Дубаї)
		Регіональні центри за типом більш вузькоспеціалізованих постачальників фінансово-операційних, фінансово-інформаційних та фінансово-технологічних послуг (Мумбаї, Сідней, Дублін)
Час утворення та принцип історико-економічного розвитку	А. Сахаров	Нішеві офшорні центри за типом спеціальної економічної зони, (Панама, Кайманові острови)
		Старі (Лондон, Нью-Йорк, Токіо, Франкфурт)
		Нові (Сінгапур, Гонконг, Дубаї)

Призначення	С. Пахомов	«Ворота» на ємний національний ринок капіталу (Нью-Йорк)
		«Географічна локація» для транскордонних операцій клієнтів з різних країн світу (Лондон)
		«Фінансове гетто» (офшорні центри)
Статусу валюти, яка емітується	Г. Мойсейчик	Центри – емітенти глобальних грошей (Лондон, Нью-Йорк, Токіо)
		Центри – емітенти регіональних грошей (Сінгапур, Гонконг, Дубаї)
		Центри – неемітенти
Соціально-економічний тип країни розташування	Л. Шпак	Фінансові центри в країнах з розвинутою ринковою економікою
		Фінансові центри в країнах, що розвиваються
		Офшорні фінансові центри, що сформувалися в обох групах країн

За класифікацією Н. Тріфта, усе різноманіття міжнародних фінансових центрів можна поділити на три групи: глобальні (Лондон, Нью-Йорк, Токіо), зональні (Сінгапур, Гонконг, Париж, Лос-Анджелес) та регіональні (Сідней, Чикаго, Сан-Франциско, Даллас, Маямі, Гонолулу) центри [150]. Цю класифікацію сформовано з урахуванням результатів аналізу розміщення головних штаб-квартир ТНК, їх галузевих та регіональних офісів.

Спеціалісти лондонської Z/Yen Group використовують більш диференційовану класифікацію фінансових центрів, виділяючи глобальні (Лондон, Нью-Йорк), міжнародні (Гонконг, Сінгапур, Франкфурт, Чикаго, Токіо, Сідней), нішеві або спеціалізовані (Цюріх, Женева), національні (перелік яких майже співпадає з міжнародними) та регіональні центри [149].

Ця класифікація враховує, передусім, роль, яку відіграють фінансові центри у світовому господарстві, і пропонує наступну їх диференціацію:

- глобальні центри обслуговують велику кількість національних економік, у тому числі різні типи фінансових центрів, та є посередниками у міжнародному русі капіталу;

- міжнародні центри обслуговують рух капіталу в межах як мінімум двох національних систем;

- діяльність нішевих центрів має спеціалізований характер;

- національні центри обслуговують національний фінансовий ринок;

- регіональні центри мають значення для окремих регіонів держави.

Відповідно до зазначеної класифікації, різниця між глобальними та міжнародними центрами полягає у тому, що перші є осередком валютних, кредитних та інших фінансових операцій у світових масштабах, а другі є регіональними інфраструктурними об'єднаннями для двох та більше країн.

Разом з тим, при розрахунку індексу глобальних фінансових центрів спеціалісти Лондонського Сіті використовують методику, що передбачає класифікацію фінансових центрів на глобальні, регіональні та локальні з виокремленням у кожній групі наступні підгрупи: центри, які утвердилися у цьому статусі; диверсифіковані та спеціалізовані центри, а також фінансові

ринки, що претендують на включення до відповідної групи у найближчому майбутньому [149].

Глобальні (Global) фінансові центри добре відомі у світі і обслуговують угоди будь-якого типу у всьому світі (Z/Yen Group Limited відносить фінансовий центр до цього типу, якщо його оцінили більше 70% респондентів). Регіональні (Transnational) фінансові центри обслуговують угоди регіонального характеру (Z/Yen Group Limited відносить фінансовий центр до цього типу, якщо його оцінили більше 50% респондентів). Локальні (Local) фінансові центри обслуговують локальні угоди.

Фінансові центри також можуть бути класифіковані з точки зору їх еволюції і проходження певних етапів розвитку. Зокрема, у процесів становлення світового фінансового центру він може набувати характеру спочатку локального, а потім регіонального центру. Фахівці Лондонського Сіті, уточнюючи фази процесу становлення міжнародного фінансового центру, виділяють етап утворення локального центру, етап відкриття локального центру для іноземних учасників, етап створення регіонального центру і етап перетворення міста на міжнародний фінансовий центр.

З позиції етапів розвитку фінансових центрів виділяють три їх типи, які відповідають стадіям перетворення національного фінансового центру на глобальний, а саме:

зрілий національний фінансовий центр, який концентрує внутрішні попит на фінансовий капітал та його пропозицію;

виникаючий глобальний фінансовий центр, який в змозі залучати достатню кількість міжнародних постачальників капіталу – кредиторів та інвесторів;

зрілий глобальний фінансовий центр, який поєднує міжнародну пропозицію капіталу з міжнародним попитом на нього.

Деякі дослідники, надаючи власні класифікації фінансових центрів світу, практично ототожнюють їх з офшорними центрами. Так, Г. Мойсейчик зазначає, що загальна системна характеристика фінансових центрів будь-яких видів виражається у їх офшорній природі, яка виявляється у переважно транснаціональній та трансграничній спеціалізації діяльності центру [87].

Керуючись цією логікою та з урахуванням критерію субординації та ролі фінансових центрів у глобальній фінансовій системі, виділяють наступні їх типи:

- Глобальні фінансові центри (глобальні офшори) встановлюють правила і стандарти, що є обов'язковими для всіх учасників глобальної фінансової системи (Лондон, Нью-Йорк, Цюрих).

- Нішеві офшорні центри є продуктами глобальних центрів, знаходяться у їх підпорядкуванні та мають найбільш ліберальні податкові, валютні, адміністративні режими здійснення фінансових операцій (Кайманові острови, Багамські острови тощо).

- Проміжні (регіональні, оншорно-офшорні) фінансові центри входять до системи міжнародних фінансових центрів у якості інстанцій обслуговування глобальних центрів, частково запозичуючи правила офшору (Сінгапур, Дубаї, Гонконг).

Останнім часом дослідження аналітиків усе більшу увагу звертають на можливість класифікації фінансових центрів відповідно до їх спеціалізації на різних напрямках та сферах фінансової діяльності. Зокрема, у світі склався наступний поділ сфер впливу на глобальному фінансовому ринку: Лондон (євровалютний ринок, ринок золота, фондовий ринок, ринок ф'ючерсних контрактів); Цюріх (ринок золота); Сінгапур (фондовий ринок); Гонконг (ринок міжнародного синдикованого кредитування); Нью-Йорк (ринок інвестиційного банкінгу); Чикаго та Франкфурт (ринок ф'ючерсних та опціонних контрактів).

Більш чітка типологія фінансових центрів за функціональною спеціалізацією виділяє:

- Глобальні біржові центри, діяльність яких спрямована на інтеграцію у глобальну біржову мережу та організація торгівлі об'єктами світових біржових операцій (Лондон, Нью-Йорк, Цюріх, Токіо та інші).

- Регіональні центри за типом універсальних фінансових та сервісних розподільувачів (хабів), які спеціалізуються на наданні транснаціональних фінансових, операційних, логістичних, інформаційних та інших послуг з метою обслуговування фінансових потоків, пов'язаних з міжнародним рухом товарів та капіталів (Сінгапур, Гонконг, Дубаї).

- Регіональні центри за типом більш вузькоспеціалізованих постачальників фінансово-операційних, фінансово-інформаційних та фінансово-технологічних послуг, які створюють у країні базування сучасні фінансові, ІТ та інші комплекси послуг, що обслуговують національних та транснаціональних споживачів, зокрема: інтернет-банкінг, інвестиційний банкінг, транснаціональне венчурне фінансування тощо (Мумбаї, Сідней, Дублін).

- Нішеві офшорні центри за типом спеціальної економічної зони, які по суті є анклавом глобальних фінансових центрів і є вільними від оподаткування та мит (Панама, Кайманові острови тощо) [87].

За часом утворення та принципом історико-економічного розвитку існуючі фінансові центри класифікують на старі та нові. Становлення старих фінансових центрів було обумовлено рядом історичних та геополітичних передумов, їх розвиток було засновано на природних умовах, і вони є продовженням економіки регіону (Лондон, Нью-Йорк, Токіо, Франкфурт). Нові центри утворено відносно нещодавно для стимулювання локальної економіки, їх розвиток заснований на штучному створенні умов (Сінгапур, Гонконг, Дубаї).

За критерієм призначення виділяють три типи фінансових центрів:

- «ворота» на ємний національний ринок капіталу (Нью-Йорк);
- «географічна локація» для транскордонних операцій клієнтів з різних країн світу (Лондон);
- «фінансове гетто» (офшорні центри).

Відповідно до місця розташування та соціально-економічного типу країни фінансові центри поділяють на:

- фінансові центри в країнах з розвинутою ринковою економікою;
- фінансові центри в країнах, що розвиваються;
- офшорні фінансові центри, що сформувалися в обох групах країн.

Журнал The Economist, який надає спеціальний огляд фінансових центрів світу, так званих «столиць капіталів», поділяє їх на провідні центри (Лондон, Нью-Йорк, Токіо, Гонконг, Париж, Франкфурт, Сінгапур) та інші фінансові центри (Чикаго, Цюрих, Сідней та інші). При цьому експерти констатують посилення поляризації між центрами першої та другої груп.

З точки зору статусу валюти, яка емітується фінансовим центром, виокремлюють:

- Центри – емітенти глобальних грошей (Лондон, Нью-Йорк, Токіо);
- Центри – емітенти регіональних грошей (Сінгапур, Гонконг, Дубаї);
- Центри – неемітенти, які власної валюти не мають і при операціях використовують глобальні та регіональні валюти (зокрема, до них віднесено нішеві офшорні центри).

Таким чином, сучасні класифікації фінансових центрів передусім концентруються на масштабах та обсягах фінансових операцій, які через них здійснюються, та значенні фінансових центрів для національної, регіональної та світової економіки. При цьому певні терміни, що використовуються для визначення типу фінансового центру, мають кілька сфер використання. Так, термін «регіональний фінансовий центр» науковці розглядають і як фінансовий осередок, що має значення для конкретного регіону країни, і як синонім категорій «міжнародний фінансовий центр» та «транснаціональний фінансовий центр». Ця багатоаспектність у визначенні регіонального фінансового центру відповідає існуванню різних таксономічних рівнів регіонів. Водночас, досить дискусійним є ототожнення світових фінансових центрів з офшорними територіями. Типові офшорні центри доцільно все-таки розглядати як специфічний вид міжнародних фінансових центрів. Щодо функціональної спеціалізації фінансових центрів, то можна констатувати суперечливі тенденції. З одного боку, на глобальному фінансовому ринку історично склався певний поділ сфер впливу між фінансовими центрами. З іншого боку, в умовах загострення конкурентної боротьби між фінансовими центрами світу та появи нових фінансових осередків існуючі фінансові центри намагаються охоплювати нові сфери фінансових послуг, в результаті чого відбувається певна універсалізація діяльності фінансових центрів.

Сучасні фінансові центри світової економіки стали важливими стратегічними компонентами глобального господарства, оскільки забезпечують його управління та фінансування. Бурхливий розвиток інформаційних технологій, зокрема Інтернету, представляє нову технологічну парадигму, внаслідок чого економіку, яка може функціонувати (завдяки інформаційній складовій) як єдина система в режимі реального часу в масштабі всієї планети. Економічна міць сучасних світових фінансових центрів посилює глобальну асиметрію, оскільки їм протистояти не мають можливості не тільки деякі країни, а й їх об'єднання.

Найважливіші міста, які є провідними світовими фінансовими центрами, функціонують в умовах жорсткої конкурентної боротьби, об'єктами якої виступають: міжнародні потоки капіталу, які перерозподіляються через фінансові осередки; інвестиції; клієнтська база. Розміщуючись нерівномірно за

територіально-просторовою ознакою, світові фінансові центри створюють особливі умови функціонування національних та регіональних фінансових ринків, сприяючи перерозподілу фінансових потоків між відповідними країнами та регіонами.

Перші дві позиції у рейтингах світових фінансових центрів в останні роки є незмінними. Незважаючи на значний вплив глобальної економічної кризи на економіку США та країн Західної Європи, Лондон та Нью-Йорк зберігають свій статус найбільш конкурентних фінансових ринків, займаючи перше і друге місця у рейтингу світових фінансових центрів. Водночас, система світових фінансових центрів, історично побудована на традиційному пануванні провідних центрів із Західної Європи та Північної Америки, поступово руйнується. При цьому глобальна економічна криза стала катализатором тих змін у розподілі конкурентних сил у системі світових фінансових центрів, які намітилися ще до її початку. В результаті цих змін формується якісно нова регіональна структура глобальної мережі фінансових центрів.

Найбільш волатильними залишаються позиції західноєвропейських фінансових центрів. Невпевненість у подальших перспективах функціонування європейських фінансових осередків викликають питання, пов'язані з впливом виходу Великобританії з ЄС на позиції Лондона як найсильнішого фінансового центру світу та на загальну конкурентоспроможність європейських фінансових ринків. Крім того, послаблення конкурентних позицій фінансових центрів Західної Європи пов'язане зі згортанням транскордонної діяльності європейських банків.

Фінансові ринки Північної Америки демонструють достатньо стійкі позиції у системі світових фінансових центрів. Це підтверджується як місцем північноамериканських фінансових центрів у відповідних рейтингах, так і показниками кількості та ринкової капіталізації найбільших фінансових інститутів, розміщених у північноамериканському регіоні. Латинська Америка та Карибський басейн розміщують, переважно, офшорні центри, з яких до топ-50 фінансових центрів стабільно входять Кайманові та Бермудські острови.

Найпомітніше у системі світових фінансових центрів змінилися позиції фінансових ринків АТР і особливо Китаю. Прорив китайських фінансових ринків у рейтингах світових фінансових центрів багато у чому зобов'язаний політиці агресивної зарубіжної експансії та нарощування транскордонних операцій, що проводиться провідними банками Китаю, які наразі займають найвищі позиції у рейтингах найбільших банків світу.

Діяльність кожного фінансового центру незалежно від його типу має здійснюватися в умовах високої внутрішньої соціально-політичної стабільності, стійкої фінансової системи країни і відповідного ділового клімату, що забезпечує конфіденційність операцій. Крім того, повинна забезпечуватися легка доступність офшорних центрів, оскільки їх розташування на перехрестях жвавих міжнародних шляхів сполучення або поблизу них (водні, повітряні, наземні), сприяє ефективній взаємодії з фінансовими ринками.

#### 4. Регіональні особливості розвитку світового фінансового ринку.

Функціонування світового фінансового ринку базується на постійному міжгалузевому та просторовому (міжкраїнному та міжрегіональному) перерозподілі фінансових активів і втілюється у процесах міжнародної міграції капіталу. З одного боку, міжнародні потоки капіталу пов'язують окремі локальні та регіональні фінансові ринки в єдиний інтегрований фінансовий простір. З іншого боку, в процесі такого перерозподілу загострюється конкурентна боротьба між країнами та регіонами світу за кращі можливості доступу до фінансових ресурсів, покращення позицій на світовому фінансовому ринку або навіть домінування на ньому.

Фінансові ринки відіграють все більш важливу роль у розвитку країн та регіонів світового господарства. Ті країни та регіони, які забезпечують більшу частку операцій на світовому фінансовому ринку, можуть претендувати на отримання статусу глобальних фінансових осередків, а розміщені в них фінансові центри отримують більші конкурентні переваги. Отже, ідентифікація зрушень, які відбуваються у регіональній структурі сучасних фінансових ринків, є необхідною з точки зору визначення масштабів перерозподілу конкурентних сил між регіонами світу на глобальному фінансовому ринку.

Сучасний світовий фінансовий ринок є складним полісегментним та багатофункціональним утворенням, що обумовлює відсутність серед науковців єдиного підходу до трактування його сутності. Так, з функціонально-операційної точки зору, світовий фінансовий ринок розглядається як механізм, який забезпечує перерозподіл фінансових ресурсів світу через взаємодію попиту і пропозиції на фінансові активи, а також як сукупність ринкових форм торгівлі фінансовими активами. Фінансові активи як об'єкт відносин між суб'єктами світового фінансового ринку нерівномірно розподілені між країнами та регіонами світового господарства. Численні перетворення, що відбуваються у світовій фінансовій системі в умовах глобалізації, призводять до ще більш суттєвих зрушень у напрямках та масштабах перерозподілу капіталу як у соціально-економічному, так і у просторовому (регіональному) вимірах.

Одним з показників, що обумовлюють місце країн на світовому фінансовому ринку, є їх роль у міжнародному русі капіталу. Нерівномірності у просторомому перерозподілі фінансових активів, перш за все, проявляються у регіональній структурі чистого експорту та чистого імпорту капіталу.

На початку ХХ ст. перше місце у світі за обсягами чистого експорту капіталу посідала Японія (21% експорту капіталу у 2003 р.), як це представлено у таблиці 5.4.

Під час глобальної економічної кризи 2008-2009 рр. Японія втратила статус найбільшого чистого експортеру капіталу і у 2013 р. забезпечувала лише 2,3% світового капітального експорту. Водночас, за результатами 2017 р. країна знову відновила свій статус одного з найбільших чистих експортерів капіталу, зайнявши другу позицію (13,2%) після Німеччини.



Таблиця 5.4

**Найбільші чисті експортери капіталу (за показником частки у чистому експорті капіталу), 2003-2017 рр.**

2003 р.		2008 р.		2013 р.		2017 р.	
Країна	%	Країна	%	Країна	%	Країна	%
Японія	21,0	Китай	23,4	Німеччина	18,1	Німеччина	19,7
Німеччина	8,2	Німеччина	13,3	Китай	12,5	Японія	13,2
Китай	7,1	Японія	11,7	Саудівська Аравія	8,6	Китай	11,1
Росія	5,5	Норвегія	4,8	Нідерланди	5,5	Нідерланди	5,9
Швейцарія	5,0	Росія	4,7	Кувейт	4,8	Тайвань	5,6
Саудівська Аравія	4,6	Швейцарія	3,6	Південна Корея	4,7	Південна Корея	5,3
Тайвань	4,5	Південна Корея	3,5	Швейцарія	4,1	Швейцарія	4,5
Норвегія	4,4	Тайвань	3,5	Катар	3,9	Сінгапур	4,1
Сінгапур	4,3	Нідерланди	3,4	ОАЕ	3,9	Італія	3,6
Швеція	3,0	Сінгапур	2,8	Тайвань	3,8	Таїланд	3,4
Інші	32,4	Інші	25,3	Інші	30,1	Інші	23,6

*Джерело:* розраховано на основі даних [140]

Найбільш гостра боротьба за статус найбільшого світового експортера капіталу в останні роки точилася між Німеччиною і Китаєм. Аж до 2012 року Китай з досить великим розривом посідав перше місце за часткою у чистому експорті капіталу. У 2012 році частки Китаю та Німеччини майже зрівнялися (близько 14%). У 2013 р. Німеччина, частка якої склала понад 18%, вийшла на перші позиції за цим показником, при тому, що у 2000-2001 рр. питома вага країни у світовому капітальному експорті не перевищувала 2%. Країні при цьому вдалося не тільки до сьогодні зберегти позиції, але й збільшити свою частку у світовому експорті капіталу, яка у 2017 р. склала 19,7%.

У цілому, можна відзначити зростання рівня просторової концентрації чистого експорту капіталу: якщо у 2003 р. 10 найбільших експортерів забезпечували 67,6% чистого експорту, то у 2017 р. їх сукупна частка зросла до 76,4%. При цьому у регіональному розрізі 42,7% чистого експорту капіталу, що припадає на десятку найбільших експортерів, сьогодні забезпечується азійськими країнами, а інші 33,7% - західноєвропейськими державами (для порівняння: частки відповідних регіонів у чистому експорті капіталу у 2003 р. складали відповідно 36,9% та 20,6%).

Найбільшим чистим імпортером капіталу в останні роки виступають США, частка яких має великий відрив від інших країн – чистих імпортерів капіталу (табл. 5.5).

Водночас, на відміну від чистого експорту капіталу, у чистому імпорті відбувається зниження рівня просторової концентрації: частка США як найбільшого імпортера капіталу зменшилася з 71,5% у 2003 р. до 42,6% у 2017 р. Якщо на початку аналізованого періоду на сім найбільших імпортерів припадало 88,8% чистого імпорту капіталу, то станом на 2017 р. їх частка зменшилася до 72,1%.

Таблиця 5.5

**Найбільші чисті імпортери капіталу (за показником частки у чистому імпорті капіталу), 2003-2017 рр.**

2003 р.		2008 р.		2013 р.		2017 р.	
Країна	%	Країна	%	Країна	%	Країна	%
США	71,5	США	41,7	США	34,2	США	42,6
Великобританія	4,5	Іспанія	7,3	Великобританія	7,6	Великобританія	9,4
Австралія	4,1	Італія	7,0	Бразилія	7,3	Канада	4,6
Іспанія	3,2	Франція	3,9	Туреччина	5,9	Індія	4,6
Італія	3,0	Австралія	3,7	Канада	5,3	Туреччина	4,5
Греція	1,3	Канада	3,6	Австралія	4,0	Австралія	3,4
Мексика	1,2	Греція	3,5	Франція	4,0	Аргентина	3,0
Інші	11,2	Інші	29,3	Інші	31,7	Інші	27,9

*Джерело:* розраховано на основі даних [140]

В контексті регіонального розподілу з 72,1% чистого імпорту капіталу, що забезпечують сім країн, у 2017 р. 50,2% припадало на американський регіон, 9,4% - на європейський, 8% - на азійсько-тихоокеанський (у 2003 р. питома вага країн з цих регіонів дорівнювала 72,7%, 12% і 4,1% відповідно). Для країн, що розвиваються, характерні не тільки набагато менші обсяги чистого імпорту капіталу, але й специфічна структура імпорту. Якщо в розвинутих країнах значну частку фінансових операцій займають різні форми приватного кредитування, які пов'язані з більш високим рівнем ризику, то більше 60% капіталопотоків до країн, що розвиваються, було спрямовано на операції з пайовими цінними паперами.

У розвинутих країнах традиційно зосереджена переважна частка глобальних фінансових активів; водночас, з часом відбувається поступове збільшення фінансових ресурсів, які припадають на економіки, що розвиваються (з 9,6% у 2003 р. до 27,6% у 2017 р.) (табл. 5.6).

Таблиця 5.6

**Регіональна структура глобальних фінансових активів у 2003-2017 рр., %**

Регіони та групи країн	2003	2008	2012	2017
<i>Розвинуті країни</i>	90,4	87,0	80,9	72,4
Північна Америка, у тому числі:	35,5	27,7	27,3	35,1
США	33,1	25,4	24,4	32,5
Канада	2,4	2,3	2,9	2,6
ЄС	34,4	39,4	31,9	21,6
Азія, у тому числі:	17,2	14,6	16,1	12,2
Японія	15,8	11,3	11,2	10,0
Нові індустріальні країни	1,4	3,3	4,9	2,2
Інші розвинуті країни	3,3	5,3	5,6	3,5
<i>Країни, що розвиваються</i>	9,6	13,0	19,1	27,6
Азія, у тому числі:	5,9	7,3	11,8	19,0
Китай	2,3	4,1	9,6	13,8
Латинська Америка	1,8	2,5	3,7	2,0
Середній Схід	0,7	1,1	1,1	1,1
Африка	0,5	0,6	0,5	0,5
Європа	0,7	1,5	2,0	1,9

*Джерело:* розраховано на основі даних [140]

Просторова структура глобальних фінансових активів (до їх обсягу, за методикою МВФ, включено банківські активи, боргові цінні папери та капіталізацію фондових ринків) залишається достатньо концентрованою: більше половини активів зосереджені у США (32,5%) та ЄС (21,6%). Разом з тим, усе більш явними стають регіональні зрушення у розміщенні глобальних фінансових активів: загальна частка азійського регіону (з урахуванням розвинутих країн і країн, що розвиваються) зросла за аналізований період з 23,1% до 31,2%, переважно за рахунок прориву, який в останні роки зробив Китай у фінансовій сфері, на який припадає близько 14% світових фінансових ресурсів. Китай сьогодні є одним з найбільших експортерів капіталу, має один з найзначніших у світі запасів міжнародних резервів і виступає місцем розміщення кількох світових фінансових центрів.

Частка американського регіону майже не змінилася, найбільше погіршилися позиції європейського регіону у структурі глобальних фінансових активів, питома вага якого зменшилася з 34,8% до 23,5%, в основному через зменшення частки ЄС. Отже, фінансові ресурси поступово перерозподіляються з розвинутих країн європейського регіону до азійських країн, що розвиваються.

Висновок щодо перерозподілу між регіонами світового господарства сфер впливу на світовому фінансовому ринку підтверджується також ситуацією на окремих його сегментах (табл. 5.7).

Так, провідні позиції на світовому ринку акцій традиційно займали США і країни Європейського Союзу, на які у 2003 р. в сукупності припадало 70,6% капіталізації фондового ринку. На фоні зростання присутності на світовому ринку акцій інших країн, у тому числі тих, що розвиваються, відбувається зміщення акцентів на інші регіони. Найпомітніше підвищується активність фондових ринків та зростає рівень капіталізації в країнах азійського регіону (частка капіталізації ринку акцій в цих країнах зросла з 23,4% у 2003 р. до 36,1% у 2017 р., а сукупна частка американського та європейського регіонів скоротилася до 58,8%).

Деяко повільніше процеси регіональної деконцентрації протікають на світовому ринку боргових цінних паперів. Як і за показником капіталізації ринку акцій, на ринку облігацій домінують США та країни ЄС, сукупна частка яких, втім, зменшилася з 72,6% у 2003 р. до 59,7% у 2017 р. Висока частка розвинутих країн на світовому ринку боргових паперів забезпечується як зростанням емісії державних облігацій в умовах підвищення державних витрат, так і привабливістю фінансування через приватні облігації порівняно з більш ризикованою емісією акцій.

З інституційної точки зору, світовий фінансовий ринок розглядається як сукупність банків, спеціалізованих фінансово-кредитних установ, фондових бірж, через які здійснюється рух світових фінансових потоків та які є посередниками при перерозподілі фінансових активів між кредиторами і позичальниками, продавцями та покупцями фінансових ресурсів.

Таблиця 5.7

**Регіональна структура світового фінансового ринку у розрізі окремих фінансових активів у 2003-2017 рр., %**

Регіон	2003	2008	2012	2017
<i><b>Капіталізація фондових ринків</b></i>				
<i>Американський регіон</i>	50,5	42,5	40,4	44,3
у тому числі США	45,7	35,0	31,9	39,0
<i>Європейський регіон</i>	25,3	23,5	21,7	14,5
у тому числі ЄС	24,9	21,7	19,1	11,4
<i>Азійський регіон</i>	23,4	25,5	29,2	36,1
у тому числі Японія	15,7	9,6	6,9	7,6
у тому числі Китай	1,3	5,3	7,0	10,6
Інші країни	0,8	8,5	8,7	5,1
<i><b>Боргові цінні папери</b></i>				
<i>Американський регіон</i>	43,9	40,7	41,3	37,7
у тому числі США	40,4	36,7	35,6	35,2
<i>Європейський регіон</i>	33,0	35,8	30,9	26,2
у тому числі ЄС	32,2	34,9	29,6	24,5
<i>Азійський регіон</i>	19,5	19,5	22,6	23,4
у тому числі Японія	16,2	13,8	14,7	11,3
у тому числі Китай	0,9	2,9	4,3	10,5
Інші країни	3,6	4,0	5,2	12,7
<i><b>Банківські активи</b></i>				
<i>Американський регіон</i>	18,6	18,0	18,6	33,3
у тому числі США	14,0	13,4	12,2	27,6
<i>Європейський регіон</i>	45,6	50,9	41,6	29,1
у тому числі ЄС	44,7	48,7	39,2	24,6
<i>Азійський регіон</i>	26,0	22,7	31,5	34,0
у тому числі Японія	15,3	10,0	10,1	10,2
у тому числі Китай	4,3	4,7	9,1	17,4
Інші країни	9,8	8,4	8,3	3,6

*Джерело:* розраховано на основі даних [140]

Дослідження змін, що відбуваються у регіональному розподілі провідних фінансових інститутів світу протягом 2007-2017 рр., дозволило встановити, що Північна Америка є найбільш стабільним регіоном у цьому аспекті, незмінно виступаючи в останні роки територією розміщення 9-ти з 50-ти найбільших банків та 3-х з 20-ти найбільших фондових бірж. Загалом, фінансові інститути американського регіону традиційно мають більш сильні позиції на світовому фондовому ринку (капіталізація американських фондових бірж досягає 44% загальної ринкової капіталізації двадцяти провідних фондових бірж світу), порівняно із банківським сектором (на банки регіону припадає близько 18% сукупних активів 50 найбільших банків світу), як це представлено у таблиці 5.8.

Відповідно до даних, наведених у таблиці 5.8, основний перерозподіл сил за показниками кількості фінансових інститутів, розміру їх активів та ринкової капіталізації відбувається між європейським і азійсько-тихоокеанським регіонами. Кількість банків з АТР у рейтингу 50 найбільших банківських установ світу зростає з 9-ти банків з сукупними активами 8,8 трлн. дол. у 2007 р. до 21-го банку з активами 31,7 трлн. дол. США у 2017 р. На АТР сьогодні припадає 46% прибутку найбільших банківських установ світу, на Північну Америку – 26%, на Західну Європу – лише 13%, на інші регіони – 15%.

Таблиця 5.8

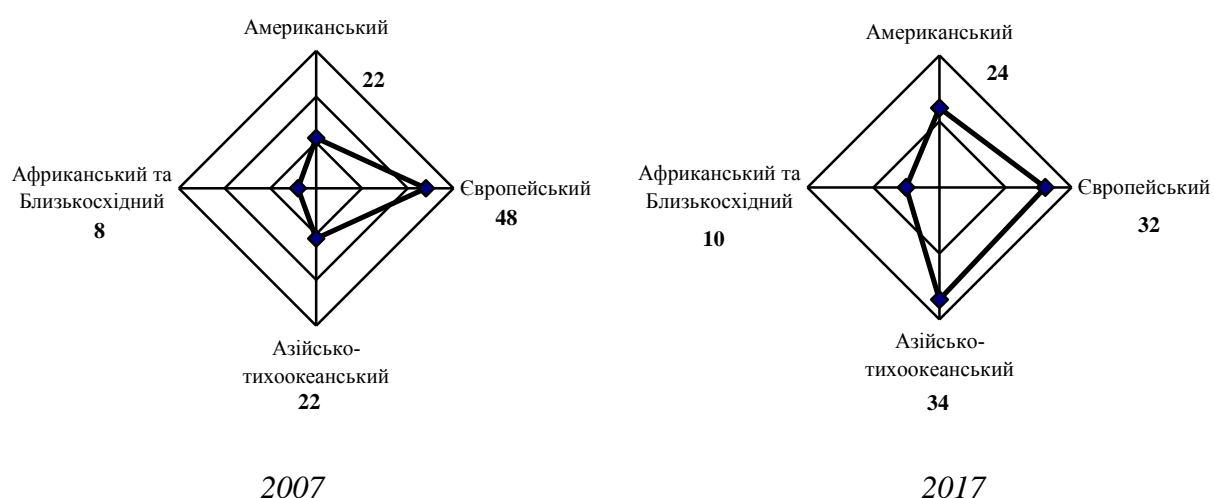
**Розподіл провідних фінансових інститутів за регіонами світу, 2007 р. та 2017 р.**

Регіон	Частка регіону за:							
	кількістю банків з 50 найбільших банків світу, %		сукупними активами 50 найбільших банків світу, %		кількістю бірж з 20 найбільших фондових бірж світу, %		ринковою капіталізацією 20 найбільших фондових бірж, %	
	2007	2017	2007	2017	2007	2017	2007	2017
Американський регіон	18	18	15,0	18,3	20	20	43,5	44,0
Європейський регіон	64	40	69,9	35,2	40	30	31,2	19,2
Азійсько-тихоокеанський регіон	18	42	15,1	46,5	35	45	23,8	35,3
Африканський регіон	-	-	-	-	5	5	1,5	1,5

У азійсько-тихоокеанському регіоні розміщено 9 з 20 найбільших фондових бірж світу, у європейському – 6, у американському – 4, однак фондові ринки АТР і Західної Європи поступаються Північній Америці за рівнем концентрації капіталу. Американський регіон є найбільшим фондовим ринком, де функціонують фондові біржі з найвищим у світі показником ринкової капіталізації – NYSE Euronext, США (найбільша у світі фондова біржа з ринковою капіталізацією 21,4 трлн. дол.) та NASDAQ (друге місце у рейтингу найбільших бірж з капіталізацією 9,6 трлн. дол.).

З практичної точки зору, світовий фінансовий ринок представлений найбільшими фінансовими центрами, що мобілізують і перерозподіляють у всьому світі значні обсяги фінансових ресурсів.

У докризовий період система світових фінансових центрів була висококонцентрованою у регіональному розрізі: 48% з п'ятдесяти найбільших фінансових центрів за Індексом глобальних фінансових центрів (Global Financial Centres Index) було розташовано у європейському регіоні, як це відображено на рис. 5.2.



**Рис. 5.2. Регіональний розподіл 50 провідних світових фінансових центрів у 2007 та 2017 рр., %**

Американський та азійсько-тихоокеанський регіони напередодні глобальної кризи концентрували по 22% світових фінансових центрів. Традиційно високі рейтингові позиції західноєвропейських та північноамериканських фінансових центрів пов'язані з їх тривалим пануванням на світових фінансових ринках: у країнах ЄС та США у передкризові роки було сконцентровано близько 65% глобальних фінансових активів; на банки ЄС та США припадало близько 52% світових банківських активів; розмір капіталізації фондових ринків цих країн становив 52% загальної капіталізації світового фондового ринку; в цих країнах оберталося 66% боргових цінних паперів; на валютних ринках США та Великобританії здійснювалося близько 50% світових валютних операцій. Загалом фінансові ринки Сполучених Штатів та ЄС забезпечували 75% міжнародних фінансових послуг.

З початком розвитку глобальної економічної кризи та у перші післякризові роки стали більш чітко проявлятися зрушення у регіональному розподілі та концентрації світових фінансових центрів. У 2012 р. частка європейських центрів зменшилася порівняно з 2007 р. на 6% на фоні відповідного зростання частки американських центрів і центрів з АТР на 4% (по кожному регіону). Деякі традиційні фінансові центри поступово почали втрачати позиції лідерів міжнародних фінансових ринків, частково поступаючись місцем новим центрам, у тому числі з країн, що розвиваються. В цілому, багатьом фінансовим центрам з країн, що розвиваються, вдалося швидше відновитися після глобальної кризи, ніж традиційним фінансовим центрам, і досягти докризового рівня ліквідності, торгівлі та цін.

У подальшому процеси регіонального перерозподілу сил у системі світових фінансових центрів стали ще більш явними. У 2017 році найбільша кількість з 50 провідних фінансових центрів сконцентрувалася у АТР – 34% (17 центрів). Західноєвропейські фінансові ринки наразі представлені у кількості 16 центрів (32%). При цьому показовим є наступний факт: якщо до першої десятки світових фінансових центрів у 2007 році увійшли 4 європейських центри (Лондон, Цюріх, Франкфурт, Женева), то у рейтингу 2017 року у десятці провідних центрів залишився тільки Лондон.

Особливо швидке зростання рівня фінансового розвитку та відповідне покращення позицій у рейтингу світових фінансових центрів характерні для китайських центрів – Шанхаю (за 10 років перемістився з 30 на 6 місце), Пекіна (з 39 на 11), Шеньчженя, Гуанчжоу та Циндао (зазначені центри навіть не були представлені в рейтингу 2007 року, а наразі вже посідають 18, 28 та 33 місця відповідно). Вже сьогодні середня оцінка перших п'яти фінансових центрів в азійсько-тихоокеанському регіоні, згідно з Global Financial Centres Index, перевершує аналогічний показник для Західної Європи та Північної Америки.

Китай має значний потенціал для укріплення позицій своїх фінансових центрів на світовому фінансовому ринку, особливо з урахуванням наявних офіційних резервів та можливостей для навчання персоналу для банківської системи. Зростання впливу Китаю у сфері світових фінансів також виявляється у зростаючій ролі країни у міжнародному русі капіталу (див. табл. 1) та світовій банківській системі. В рейтингу S&P Global Market Intelligence серед 100

найбільших банків світу у 2017 р. представлено 18 китайських банків. При цьому перші чотири місця в рейтингу займають саме банки Китаю (Industrial & Commercial Bank of China Ltd., China Construction Bank Corp., Agricultural Bank of China Ltd. and Bank of China Ltd.).

Таким чином, система світових фінансових центрів, у якій традиційно панували західноєвропейські та північноамериканські центри, поступово змінюється. Найбільш нестабільними при цьому є позиції західноєвропейських фінансових центрів. Невпевненість у подальших перспективах функціонування європейських фінансових осередків викликають питання, пов'язані з впливом виходу Великобританії з ЄС на позиції Лондона як провідного фінансового центру світу та на загальну конкурентоспроможність європейських фінансових ринків. Найпомітніше у системі світових фінансових центрів змінилися позиції фінансових ринків азійсько-тихоокеанського регіону, особливо Китаю. В цілому, у рейтинги міжнародних фінансових центрів поступово включаються фінансові центри з країн, що розвиваються, тоді як деякі центри з розвинутих країн втрачають свої позиції провідних осередків фінансових операцій.

Отже, світовий фінансовий ринок продовжує залишатися достатньо концентрованим у регіональному вимірі, що підтверджується даними щодо змін у регіональному розподілі чистого експорту та імпорту капіталу, глобальних фінансових активів, провідних фінансових інститутів та міжнародних фінансових центрів. Високий рівень регіональної концентрації фінансових ринків традиційно був пов'язаний із пануванням США та країн ЄС у світовій фінансовій системі. Відносно стійкими є позиції американського регіону на світовому фінансовому ринку. На США припадає майже третина глобальних фінансових активів, близько 40% капіталізації ринку акцій (в країні розміщено дві найбільші у світі фондові біржі) та 35% світового обороту боргових цінних паперів.

Після глобальної фінансової кризи відбувається тенденція до зниження рівня просторової концентрації фінансових активів, у світі відбувається поступовий перерозподіл активності з розвинутих фінансових ринків на ті, що розвиваються. Регіонально акценти зміщуються з європейського фінансового ринку на фінансові ринки азійсько-тихоокеанського та частково американського регіонів.

### **Контрольні питання до теми 5**

1. Розкрийте підходи до визначення терміну «світовий фінансовий ринок». Назвіть сегменти світового фінансового ринку.
2. Розкрийте поняття «первинний фінансовий ринок» і «вторинний фінансовий ринок».
3. Охарактеризуйте структуру світового ринку позичкових капіталів та визначте місце світового фінансового ринку в цій структурі.
4. Назвіть чинники інтернаціоналізації світового фінансового ринку.

5. Охарактеризуйте етапи розвитку процесу інтернаціоналізації світового фінансового ринку.
6. Назвіть фактори, які впливають на розвиток світового фінансового ринку та окремих його складових на сучасному етапі.
7. Визначте сутність світових фінансових центрів, охарактеризуйте їх різновиди.
8. Які регіональні особливості характерні для розвитку світового фінансового ринку та його сегментів?

## **ПРАКТИЧНІ ЗАВДАННЯ ТА ПРОБЛЕМНІ СИТУАЦІЇ ДО РОЗДІЛУ 1**

1. Охарактеризувати чинники розвитку світової фінансової кризи 2008-2009 років. Визначити роль банківського сектору в розвитку сучасної світової фінансової кризи.

2. У доповіді Економічної та Соціальної Ради ООН про стан світової економіки в 1998 році було відображено наступне:

«Учасники міжнародних фінансових ринків переміщують значні обсяги коштів на основі інформації про майбутнє, яке неможливо спрогнозувати з цілковитою певністю. Вони можуть ігнорувати посилюючі ознаки небезпеки, сліпо вірячи в те, що вона мине, а потім можуть почати вилучати свої кошти, діючи лише на основі інформації про те, що інший інвестор вже приступив до цього. Такий характер системи: окремі міжнародні фінансові потоки непередбачувані по своєму характеру. І в значній мірі залежать від невідчутного психологічного чинника, що іменується «довір'ям». Деякі країни, що розвиваються стали надзвичайно залежні від цих потоків і, отже, незахищеними від серйозних наслідків втрати довір'я».

Прокоментуйте, чим викликана така оцінка діяльності учасників міжнародних фінансових ринків. Наведіть приклади.

3. В сучасних умовах розвитку світового господарства ймовірність виникнення і розповсюдження негативних наслідків фінансово-економічних криз постійно зростає. Важливе значення при врегулюванні фінансово-економічних криз має можливість вчасно передбачити та оцінити ймовірність потрясінь в економіці. Системи попередження фінансових криз базуються на здійсненні моніторингу за певним набором економічних показників, зміни в яких можуть передвіщати розвиток економічних шоків. Від правильного вибору показників, які повинні стати об'єктами спостереження, залежить можливість вчасно виявляти ознаки дестабілізації економіки. Визначити перелік показників розвитку світового господарства та національної економіки, які можуть використовуватися як індикатори розвитку фінансової кризи.



4. На основі аналізу змін у структурі валютного композиту для розрахунку вартості SDR (див. табл.4.2) зробити висновки щодо зміни ролі національних валют розвинутих країн у світовому господарстві та їх вагомості у кошику провідних світових валют.

5. Із метою розроблення стратегії управління зовнішнім боргом Світовий банк поділяє країни-позичальниці на три категорії: такі, що дуже заборгували, середньо заборгували та мало заборгували. Належність країни до тієї чи іншої категорії залежить від величини двох показників: співвідношення вартості зовнішнього боргу країни до її ВВП та експорту (див. табл. 3.1).

На основі розрахунку зазначених показників визначити, до якої категорії країн за рівнем заборгованості належить Україна.

6. На основі офіційної статистичної інформації проаналізувати динаміку та структуру офіційних міжнародних резервів України, визначивши чинники, які вплинули на зростання або зменшення їх обсягів. Які заходи можна запропонувати для поповнення національних золотовалютних резервів?

7. Останнім часом деякі економісти ставлять під сумнів майбутнє долара в ролі провідної світової валюти. З'ясувати, на чому ґрунтуються ці сумніви. Визначити чинники, які можуть послабити позиції долара в світовій економіці.

8. На основі аналізу сучасних наукових досліджень, присвячених проблемам впровадження криптовалют (зокрема, біткойну), висловити власну думку щодо можливостей та доцільності впровадження криптовалют як офіційного елемента грошової системи країни, а також щодо їх місця у майбутній світовій грошово-валютній системі.

9. На основі дослідження попередніх етапів еволюції світової валютної системи та сучасних особливостей і тенденцій розвитку світового фінансового середовища необхідно обґрунтувати перспективну модель розвитку світової валютно-фінансової системи на наступному етапі, тобто визначити основні принципи її функціонування в майбутньому. При розробці моделі обов'язково визначити склад (елементи) майбутньої валютної системи, охарактеризувати особливості її регулювання, переваги та недоліки порівняно з іншими видами світових валютних систем (золотим, золотодев'язним та полівалютним стандартами).

## РОЗДІЛ 2. МІЖНАРОДНІ ВАЛЮТНІ ВІДНОСИНИ

### ТЕМА 6. ВАЛЮТНИЙ КУРС

1. **Поняття валютного курсу. Види валютного котирування.**
2. **Теорії валютного курсу.**
3. **Чинники формування, функції та види валютних курсів.**
4. **Режими курсоутворення.**

#### 1. Поняття валютного курсу. Види валютного котирування.

Наявність різних грошових одиниць і грошових систем, що існують в різних країнах, створює труднощі при проведенні міжнародних операцій і здійсненні міжнародних розрахунків між державами і їх суб'єктами, особливо беручи до уваги, що в сучасному світовому господарстві існує більше 150 національних грошових одиниць. Цю проблему можна розв'язати, якщо знайти спосіб відображення вартості валюти однієї країни у валюті іншої країни. Національні грошові одиниці прирівнюються один до одного в певних пропорціях, утворюючи поняття валютного курсу.

Валютний курс грає важливу роль в ринковій економіці і здійснює значний вплив на багато макроекономічних процесів, що відбуваються в суспільстві. За допомогою валютного курсу зіставляють ціну на товари і послуги, вироблені в різних країнах. Від рівня валютного курсу залежить конкурентоспроможність національних товарів на світових ринках, обсяги експорту та імпорту, а отже, стан балансу поточних операцій. Динаміка валютного курсу, ступінь і частота його коливань є показниками економічної і політичної стабільності суспільства.

Валютний курс виступає об'єктом макроекономічної політики. З його допомогою нерідко відбувається врегулювання платіжного балансу. Валютний курс грає важливу роль при розробці і проведенні кредитно-грошової політики, оскільки підтримка певного рівня валютного курсу може зажадати використання офіційних валютних резервів, що неминуче відіб'ється на пропозиції грошей в економіці. Вивчення змін валютних курсів має велике значення, оскільки вони впливають на ціни національної економіки. і чим більше відкрита економіка, тим відчутнішим є цей вплив.

В цілому, в економічній літературі склався досить чіткий підхід до визначення валютного курсу. Відповідно до нього, *валютний (обмінний) курс* – це ціна грошової одиниці однієї країни, виражена в іноземних грошових одиницях чи міжнародних валютних одиницях.

Інші визначення акцентують увагу на конкретних властивостях та призначенні валютного курсу. При цьому *валютний курс* розглядається як:

- інструмент виміру вартісного співвідношення валют різних країн;
- співвідношення між грошовими одиницями двох країн, яке використовується для обміну валют при здійсненні валютних та інших економічних операцій;

- для учасників валютних операцій – коефіцієнт перерахунку однієї валюти в іншу; певна форма ціни, яка виплачується в національній грошовій одиниці за одиницю іноземної валюти і визначається співвідношенням між національною грошовою одиницею і відповідною іноземною валютою, виходячи з їх купівельної спроможності.

Курс національної валюти може виражатися трьома способами:

- у грошовій одиниці іншої країни;
- у певному наборі валют – «валютному кошику»;
- у міжнародних розрахункових одиницях.

Валютний курс як ціна грошей має певні особливості. Зазвичай ціна є співвідношенням між грошима та вартістю товарів та послуг. Валютний курс є відношенням грошей до грошей. Це означає, що валютний курс може бути представлений двома способами в залежності від того, ціна якої валюти визначається.

Визначення валютного курсу називається котируванням. При записі валютного котирування звичайно вказують дві валюти: базову валюту і валюту котирування, наприклад:

USD/JPY 103,95  
EUR/USD 1,1595

Ліва частина котирування – це базова валюта (у вищенаведених прикладах USD – у першому випадку, EUR – у другому), права частина – валюта котирування (відповідно JPY, USD). Курси валют встановлюються до базової валюти, тобто яка кількість валюти котирування відповідає одиниці базової валюти. Котирування валют може бути прямим та зворотним.

*Пряме котирування* визначає певну кількість національної валюти за одиницю іноземної.

Так склалося історично, що практично всі валюти прирівнюють до долара США. У вигляді прямого котирування офіційно встановлюються курси більшості валют світу. На валютному ринку курси основних валют розглядаються як котирування валют до долара США, тобто долар є базовою валютою практично до всіх валют.

*Непряме (зворотне) котирування* визначає певну кількість іноземної валюти за одиницю національної валюти.

При використанні непрямого котирування курс долара до швейцарського франка буде таким: CHF/USD = 0,5898 з округленням до четвертого знака після коми.

У непрямому котируванні долар є валютою котирування, а інша валюта – базою котирування. Курс низки валют офіційно встановлюється до долара США у вигляді непрямого котирування (це курс долара до євро, англійського фунта стерлінгів, а також до грошових одиниць країн – колишніх колоній Великої Британії – Австралії, Нової Зеландії тощо). Причини котирування фунта стерлінгів у вигляді базової валюти криються у ролі англійського фунта як найпоширенішої у світі валюти часів Британської імперії, що обслуговувала

величезну частину світового торговельного обороту. З фунтом стерлінгів співвідносили свої валюти інші країни на початку ХХ ст., у тому числі і США.

На валютному ринку курси котируються з використанням двох сторін – bid (курс купівлі) та offer/ask (курс продажу). У котируванні сторона бід завжди менша сторони офер. Повне котирування означає, що встановлюється курс покупця і продавця. Різниця (маржа, спред) між курсом продавця і покупця для того, хто здійснює котирування, є джерелом прибутку.

Правильне визначення валютних курсів має важливе практичне значення, оскільки валютний курс безпосередньо впливає на ціну імпорту, виражену в національній валюті, і на ціну експорту, яка конвертується в іноземну валюту. Тому його динаміка тісно пов'язана з темпами інфляції і з урахуванням інших даних, таких як витрати і ціни на внутрішніх і зовнішніх ринках, і може бути індикатором конкурентоспроможності, а внаслідок цього – можливих змін у платіжному балансі країни.

## 2. Теорії валютного курсу.

Для ефективного регулювання та прогнозування валютного курсу необхідно зрозуміти, як саме здійснюється його формування. В сучасній економічній теорії існує багато концепцій і теорій формування валютних курсів, зокрема: теорії паритету купівельної спроможності, концепція капітальних активів, концепції зовнішньоторговельної ефективності, теорії валютних очікувань, концепції валютних балансів.

*Теорії паритету купівельної спроможності (ПКС)* базуються на кількісній теорії грошей. Її витоки беруть початок від поглядів Д. Юма та Д. Рікардо. Основне положення цих теорій базується на твердженні, що валютний курс визначається відносною вартістю грошей двох країн, яка залежить від рівня цін, а останній – від кількості грошей в обігу. Подальший розвиток теорій паритету купівельної спроможності відбувався в напрямку приєднання додаткових чинників, що впливають на валютний курс, і приведення його у відповідність з купівельною спроможністю грошей. В їх числі впроваджені державою торговельні та валютні обмеження, динаміка кредиту і процентних ставок тощо. Дж. М. Кейнс в якості додаткових чинників ввів психологічні фактори і рух капіталу. А. Маршалл додав еластичність попиту відносно ціни.

В рамках загальної теорії паритету купівельної спроможності розвиваються два напрями: теорія абсолютного та теорія відносного паритету. *Теорія абсолютного паритету купівельної спроможності* була запропонована Г. Касселем, який узагальнив розробки Д. Рікардо. Відповідно до цієї теорії, валютний курс визначається співвідношенням рівнів цін в країнах:

$$ER(t) = \frac{P(t)}{P_0(t)} \quad (6.1)$$

де  $ER(t)$  – валютний курс;  
 $P(t)$  – рівень цін внутрішнього ринку;  
 $P_0(t)$  – рівень цін за кордоном;  
 $t$  – момент часу.

Таке співвідношення передбачає дію закону однієї ціни, згідно з яким ціни на товари в одній країні дорівнюють цінам на товари в іншій країні. Обмеженням для застосування цієї теорії є те, що закон однієї ціни в чистому вигляді діє тільки при наявності ідеальної рівноваги у зовнішньоторговельній сфері країни (сальдо торговельного балансу повинно дорівнювати нулю). Крім того, закон однієї ціни виконується лише у довгостроковому аспекті, а збої у його роботі призводять до неспівпадання номінальних і реальних валютних курсів, причому на одних проміжках часу номінальний курс виявляється вищим за реальний, на інших – нижчим. Однак в певних випадках закон однієї ціни все ж може використовуватися для дослідження короткострокових ефектів. Отже, теорія абсолютного ПКС має як теоретичне, так і практичне значення, однак її застосування є певним чином обмеженим.

Модифікацією теорії абсолютного паритету купівельної спроможності є *теорія відносного паритету*. Вона бере свій початок в працях Г. Касселя і відповідно до неї, валютний курс визначається не стільки абсолютними цінами, скільки їх відносними змінами:

$$ER(t) = \frac{ER(0) \times I(t)}{I_0(t)} \quad (6.2)$$

де  $ER(0)$  – рівноважний валютний курс в початковий період часу;  
 $I(t)$  – індекс цін всередині країни;  
 $I_0(t)$  – індекс цін за кордоном.

Зважаючи на те, що розрахунок валютного курсу за цією теорією є динамічним аналогом розрахунку курсу за теорією абсолютного паритету, ці два напрямки теорії паритету купівельної спроможності вважаються еквівалентними.

Співвідношення купівельної спроможності окремих грошових одиниць є основою визначення і порівняння валютних курсів в багатьох країнах. Купівельна спроможність валют визначається вартістю певного набору товарів і послуг, які можна придбати за відповідну грошову одиницю порівняно з базовим періодом. Згідно з теорією ПКС, валютний курс змінюється настільки, наскільки це необхідно для того, щоб компенсувати різницю в динаміці рівня цін в різних країнах. Отже, ціна одиниці товару в одній країні повинна відповідати ціні на цей товар в іншій країні, перерахований на поточний валютний курс.

Залежно від номенклатури товарів, які беруться для розрахунку, ПКС може бути частковим (за обмеженим переліком товарів або товарних груп) і загальним (за валовим національним продуктом).

Існує декілька методик розрахунку ПКС валют. Найбільш простим є зіставлення вартості порівняльного набору товарів і послуг (споживчої корзини) в різних країнах. З метою уникнення впливу особливостей ціноутворення і оподаткування в окремих країнах можна застосувати метод розрахунку ПКС на основі співвідношення витрат виробництва (собівартості продукції), що дає можливість уникнути окремих політичних, кон'юнктурних і спекулятивних чинників курсоутворення.

Особливої уваги заслуговує метод розрахунку ПКС, заснований на визначенні співвідношення ефективних виробничих витрат – заробітної платні і продуктивності праці. Прихильники теорії ПКС вважають, що вирівнювання валютного курсу на основі зіставлення ПКС валют відбувається не автоматично, а за умови дії інших чинників. У зв'язку з тим, що процес формування валютного курсу належить до сфери міжнародного грошового обігу, він є одним з елементів кількісної теорії грошей, яка встановлює пряму залежність між грошовою масою і цінами. Ця залежність відображається рівнянням обміну, запропонованим Фішером в 1912 році. За таких умов валютний курс буде прямо пропорційний обсягу грошової маси і швидкості обороту грошей і обернено пропорційний обсягам виробництва, що дає можливість вважати його показником стану рівноваги національної економіки.

Відповідно до *концепції зовнішньоторговельної ефективності*, валютний курс визначається ефективністю зовнішньоторговельних операцій країни. До цієї групи теорій належать концепції маржинальної та середньої ефективності [7]. Відповідно до концепції маржинальної ефективності, що була розвинута в працях С. Журавльова, валютний курс представляє собою граничний доход від зовнішньоторговельних операцій – експорту або імпорту. Недоліком цієї концепції є те, що обмінні курси, розраховані на основі граничного доходу від експорту та імпорту, в більшості випадків будуть неоднаковими, тобто застосування концепції є можливим лише за умови зовнішньоторговельної рівноваги. Концепція маржинальної ефективності зовнішньоекономічних операцій може застосовуватись тільки для відносно стабільних економічних систем і у довгостроковій перспективі.

Концепція середньої ефективності зовнішньоторговельних операцій в основу формування валютного курсу ставить показники середньої ефективності експорту й імпорту, які між собою не співпадають. При цьому вводиться поняття справедливого або рівноважного валютного курсу, при якому відбувається вирівнювання рівнів доходності експортних та імпортних операцій. Ця модель використовується переважно для формування довгострокових стратегічних орієнтирів в динаміці обмінного курсу. Основним недоліком концепції є її орієнтація на визначення рівноважного валютного курсу, який, як правило не співпадає з фактичним.

*Концепція капітальних активів*, розроблена західними економістами, спирається на твердження, що короткострокова динаміка валютного курсу визначається поточними умовами на фінансових ринках, які задаються процентними ставками. Відповідно до цієї концепції, в силу високої мобільності капіталу доход з грошових активів у будь-якій валюті повинен бути

однаковим, в результаті чого забезпечується валютна рівновага. В цьому випадку валютний курс визначається розривом у відповідних процентних ставках [7]. На даній концепції базується дисконтна валютна політика центральних банків, хоча досі залишається відкритим питання, на яких часових інтервалах застосування концепції капітальних активів є більш ефективним – у короткостроковій чи у довгостроковій перспективі.

*Теорія валютних очікувань* застосовується для аналізу формування курсів поточного та строкового валютного ринку. Вона базується на двох основних гіпотезах: гіпотезі про раціональність очікувань економічних агентів і гіпотезі про ефективність валютного ринку. Відносно досліджень динаміки валютного курсу гіпотеза про раціональність очікувань означає, що фактичний спот-курс (курс поточного ринку) співпадає зі своїм очікуваним значенням. Гіпотеза про ефективність валютного ринку означає, що форвардний курс містить у собі всю доступну інформацію про очікування економічних агентів у відношенні майбутнього валютного курсу. Модель валютних очікувань використовується для врахування короткострокових ефектів в динаміці валютних курсів.

В рамках *концепції валютних балансів* використовується два підходи – концепція торгового балансу та концепція платіжного балансу. Відповідно до кейнсіанської моделі відкритої економіки, торговий баланс країни є одним з чинників, що впливають на валютний курс, оскільки саме торговий баланс є первинним чинником формування попиту та пропозиції на валютному ринку. Однак останнім часом у зв'язку зі значним розширенням операцій з міжнародного руху капіталу модель торгового балансу вважається дещо обмеженою, і натомість пропонується використовувати модель загального платіжного балансу, яка дозволяє при формуванні валютного курсу враховувати зміни і в сфері зовнішньої торгівлі, і в сфері руху капіталу.

Розглянуті концепції формування валютного курсу довели свою дієвість на практиці. Разом з тим, ні одна з теорій не є універсальною, здатною замінити всі інші, оскільки всі концепції дають змогу дослідити процес формування валютного курсу на різних часових інтервалах (короткострокових або довгострокових) і в різних умовах функціонування національної економіки.

Крім зазначених концепцій, які розглядають проблему формування валютного курсу, в теорії валютних відносин розроблено також концепції, що досліджують питання використання курсу національної валюти в якості інструменту регулювання економіки, а також пояснюють роль окремих валют у світовому господарстві: теорія регульованої валюти, нормативна теорія валютного курсу, теорія ключових валют. Ці теорії виконують дві основні функції: перша спрямована на обґрунтування життєздатності ринкової економіки; друга полягає у розробці методів регулювання валютного курсу як складової частини валютної політики.

*Теорія регульованої валюти* виникла внаслідок світової економічної кризи 1929-1933 рр. на базі концепції Кейнса. Вона представлена двома напрямками: теорією рухливих паритетів (стандарту, що маневрується) і теорією курсів рівноваги (нейтральних курсів). Перша теорія, розроблена І. Фішером і Дж.М. Кейнсом, пропонує активно використовувати валютний курс для

досягнення економічних цілей держави. Фішер рекомендував стабілізувати купівельну спроможність грошей шляхом маневрування золотим паритетом грошової одиниці. Кейнс пропонував знижувати курс національної валюти для впливу на ціни, експорт, виробництво й зайнятість у країні, а також з метою боротьби за зовнішні ринки. Теорія курсів рівноваги стверджує, що оптимальним для економіки є рівноважний обмінний курс, який відповідає стану макроекономічної рівноваги. В цілому, теорія регульованої валюти також розглядає вплив на валютний курс чинників, що не завжди можуть бути виміряні (валютні спекуляції, рух «гарячих» грошей, психологічні та політичні чинники).

*Нормативна теорія валютного курсу*, розроблена Дж. Мідом і Р. Манделлом, розглядає валютний курс як додатковий інструмент регулювання економіки. При цьому рекомендується застосовувати режим гнучкого курсу, контрольованого державою. Згідно з цією теорією, валютний курс повинен базуватися на паритетах і угодах, встановлених міжнародними органами.

До прийняття Ямайської валютної системи провідну роль у теорії валютних відносин відігравала *теорія ключових валют*, розробниками якої були Дж. Вільямс та А. Хансен. Згідно з теорією ключових валют, валюти всіх країн світу за характером їх ролі у світовому господарстві можна поділити на ключові (долар США, фунт стерлінгів), тверді (швейцарський франк, канадський долар, японська ена, шведська крона, австралійський долар та ін.) і м'які, що не відіграють помітної ролі в міжнародних економічних відносинах.

Розвиток процесів фінансової глобалізації призвів до того, що вирішальний вплив на динаміку валютного курсу роблять вже не ринок товарів і послуг, а фінансова сфера. Сучасні теорії валютного курсу ґрунтуються на теоріях фінансового ринку і розглядають коливання валютного курсу з погляду змін прибутковості фінансових активів. Зміни обмінного курсу істотно впливають на міжнародний обіг не тільки товарів, але й капіталу. Так, девальвація іноземної валюти приводить до знецінення фінансових інвестицій за рубіж і для ухвалення рішення щодо портфеля цінних паперів стає недостатньо інформації про рівень відсоткових ставок в різних країнах.

Паритет відсоткових ставок характеризує такий рівень відсоткових ставок усередині країни і за кордоном, при якому рівні за розміром депозити в кожній з них дають однаковий дохід при переводі в одну валюту. Згідно з *теорією покритого відсоткового паритету* величина попиту на активи (національні або іноземні) визначається їх очікуваною прибутковістю, яка пов'язана з можливими змінами валютного курсу. Оскільки раціональні очікування економічних агентів ґрунтуються на основі всієї доступної інформації, може бути зроблений вірний прогноз щодо рівня прибутковості фінансових активів і їх ціни. Відповідно форвардний валютний курс, що «покриває» різницю в нормі прибутковості національного й іноземного активу, складається з різниці в рівні прибутковості цих активів, а також дисконту (премії), тобто надбавки (знижки) до поточного обмінного курсу. *Теорія непокритого відсоткового паритету* обґрунтовує, що постійні коливання валютного курсу є наслідком постійно змінних очікувань щодо майбутньої динаміки валютного курсу. Поточний обмінний курс може мінятися під впливом зміни очікуваної прибутковості



національних депозитів, унаслідок зміни прибутковості іноземних депозитів, у свою чергу, на очікувану прибутковість депозитів впливають коливання відсоткових ставок. *Модель знецінення національної валюти* обґрунтовує, що короткострокова реакція валютного курсу на зміну грошової маси виявляється значнішою, ніж його довгострокова реакція через нейтральність грошей в довгостроковому періоді. *Модель збалансованого портфеля* пояснює короткострокову рухливість (волатильність) валютних курсів неможливістю швидко змінити структуру портфеля фінансових активів у відповідь на зміну відсоткових ставок. Номінальний і реальний валютні курси проявляють високий ступінь кореляції в короткостроковому періоді, оскільки обмінні курси реагують на шоки швидше за ціни. Баланс поточних операцій змінюється під впливом ситуації, що змінюється, на фінансовому ринку.

Таким чином, якщо проаналізувати теорії валютного курсу, то можна зробити висновок, що більшість з них підтримують ідею про необхідність впливу держави на валютний курс в більшій або меншій мірі.

### **3. Чинники формування, функції та види валютних курсів.**

Валютний курс не тільки активно впливає на стан економічних процесів, але й сам підпадає під вплив багатьох явищ та умов економічного та політичного середовища. На рівень і динаміку валютного курсу впливає велика кількість *чинників*, які можна поділити на:

- чинники структурного (макроекономічного) характеру, тобто такі, що відображають стан економіки даної країни;
- кон'юнктурні чинники, які постійно змінюються під впливом тенденцій внутрішнього і зовнішнього ринків [78].

На стан попиту і пропозиції валюти, а відтак і на динаміку її курсу систематично впливають довгострокові економічні тенденції, тобто чинники, що відображають стан економіки країни. До *структурних чинників* належать: показники економічного зростання, обсяги грошової маси в обігу, рівень інфляції, рівень процентної ставки, стан і структура платіжного балансу країни, обсяги дефіциту державного бюджету, платоспроможність країни і довіра до національної валюти на внутрішньому і зовнішньому ринках, обсяги внутрішніх і зовнішніх боргів, тощо.

На динаміку курсу національної валюти визначний вплив здійснює конкурентоспроможність товарів країни на світових ринках, зміна якої в кінцевому підсумку обумовлюється рівнем техніки і технології її виробництва. Висока конкурентоспроможність забезпечує зростання експорту і тим самим стимулює приплив іноземної валюти. Така ситуація сприяє підвищенню валютного курсу грошової одиниці країни.

На рівень валютного курсу значно впливає інфляція, яка є відображенням диспропорцій між грошовою масою та товарною пропозицією. В країні з високим рівнем інфляції курс її грошової одиниці буде знижуватися відносно валют країн з більш низькими темпами інфляції.

Стан платіжного балансу, який характеризує ефективність зовнішньоекономічної діяльності країни, безпосередньо впливає на рівень і динаміку валютного курсу. Найбільший вплив на цей показник здійснюють поточні операції платіжного балансу (купівля та продаж товарів, послуг, доходи від інвестицій). Дефіцит балансу поточних операцій свідчить про низьку конкурентоспроможність національних товарів і послуг на світових ринках і більшу привабливість іноземних товарів. При цьому відбувається збільшення зовнішнього боргу країни і формуються умови для зниження курсу національної валюти. Активне сальдо платіжного балансу призводить до припливу іноземної валюти в країну та викликає підвищення курсу національної валюти.

Крім довгострокових економічних чинників, на коливання валютних курсів здійснюють вплив *кон'юнктурні чинники*, які постійно змінюються під впливом тенденцій внутрішнього та зовнішніх ринків. Кон'юнктурними чинниками можна вважати: спекулятивні валютні операції, формування інфляційних очікувань, часті зміни уряду, лобіювання у вищих ешелонах влади інтересів певних політичних і економічних структур, рівень розвиненості інших секторів фінансового ринку. Як показує практика, обмінний курс валюти залежить від того, як песимістично або оптимістично налаштоване суспільство відносно внутрішньої або зовнішньої політики. Разом з політичними чинниками на коливання валютних курсів здійснюють суттєвий вплив війни, стихійні лиха, великі соціальні конфлікти. На коливання валютних курсів здійснює вплив і держава. Якщо вона проводить політику стимулювання експорту, то її результатом може стати позитивне сальдо платіжного балансу, що позначиться на підвищенні курсу національної валюти. В протилежному напрямку буде діяти державна політика неадекватного збільшення бюджетних витрат і грошової маси в обігу. В цьому випадку відбудеться зростання дефіциту платіжного балансу, зменшення резервів іноземної валюти, що у підсумку призведе до здешевлення національної грошової одиниці.

В цілому слід зазначити, що чинники, які впливають на валютні курси, достатньо мобільні, і їх взаємний вплив часто може нейтралізувати або підсилити дію один іншого, а тому, керуючись загальними тенденціями динаміки валютних курсів, необхідно в кожній конкретній ситуації аналізувати дію кожного чинника у взаємозв'язку з іншими.

Роль валютного курсу в національній економіці та у світовому господарстві проявляється у виконанні ним наступних *функцій*:

- валютний курс сприяє інтернаціоналізації грошових відносин та господарських зв'язків у цілому;
- валютний курс створює умови для об'єднання національних фінансових ринків;
- валютний курс дає можливість порівнювати національну та інтернаціональну вартість на національних і світових ринках;
- обмінний курс дає можливість порівнювати цінові рівні, структуру цін і результати виробничої діяльності в різних країнах тощо.

Валютні курси можуть бути класифіковані за різноманітними критеріями (таблиця 6.1).

Таблиця 6.1

### Класифікація валютних курсів

<i>Критерій класифікації</i>	<i>Види валютних курсів</i>
В залежності від урахування інфляції	Номінальний курс
	Реальний курс
В залежності від відношення до учасників операції	Курс покупця
	Курс продавця
	Середній курс
В залежності від способу встановлення	Офіційний курс
	Неофіційний (ринковий) курс
В залежності від відношення до паритету купівельної спроможності валюти	Паритетний курс
	Занижений курс
	Завищений курс
В залежності від кількості валют, що використовуються при визначенні курсу	Двосторонній валютний курс
	Багатосторонній валютний курс
В залежності від режиму встановлення	Плаваючий курс.
	Фіксований курс.
	Змішаний курс.
В залежності від кількості офіційних курсів до однієї іноземної валюти	Єдиний курс
	Множинний курс

В залежності від урахування інфляції розрізняють номінальний та реальний обмінний курс. *Номінальний валютний курс* представляє собою конкретну ціну валюти при її обміні на іноземну. *Реальний курс* – це номінальний валютний курс, скоригований на темпи інфляції, тобто він визначається з урахуванням рівня цін в двох країнах. Реальний валютний курс відповідає стану макроекономічної рівноваги країни та паритету купівельної спроможності. Цей вид валютного курсу вважається одним з важливих чинників, що має суттєвий вплив на темпи економічного зростання, інтенсивність структурних зрушень, інвестиційну привабливість країни та інші макроекономічні чинники. Встановлення реального обмінного курсу найбільше відповідає ринковим принципам курсоутворення і є важливим чинником валютної лібералізації.

По відношенню до учасників угоди розрізняють *курс покупця* (курс, за яким банк купує валюту), *курс продавця* (курс, за яким банк продає валюту) та *середній курс* (середнє арифметичне курсів покупця і продавця).

В залежності від способу встановлення курс може бути *офіційним* та *неофіційним*. Як правило, центральним банком встановлюється один офіційний курс національної валюти відносно іноземної. Якщо встановлюються два та більше офіційних курсів до однієї валюти, то курс називається подвійним або множинним.

Відносно паритету купівельної спроможності валюти розрізняють завищений, занижений та паритетний курс. *Занижений валютний курс* порівняно з його реальною купівельною спроможністю призводить до того, що

ціни всередині країни стають нижчі від світових. Експортери при тих самих світових цінах отримують більше національної валюти, ніж раніше, і мають можливість вигідніше продавати товари. *Завищений валютний курс* робить внутрішні ціни вищими і менш конкурентоспроможними. Ефективність експорту падає, він стає збитковим. В свою чергу, імпорт розширюється, національне виробництво скорочується і збільшується зовнішній борг.

В залежності від способу фіксації курс може бути плаваючим, фіксованим або змішаним. Спосіб фіксації обмінного курсу визначається режимом курсоутворення, що використовується в країні.

Валютний курс прийнято здебільшого подавати у двох формах. Перша найбільш поширена форма – ціна національної валюти відносно певної іноземної валюти. Друга форма має вигляд індексу, що будується на основі кошика (комбінації) валют, які використовуються в торгових операціях з головними партнерами.

Особливим різновидом валютного курсу є крос-курс.

*Крос-курс* – це курс обміну між двома валютами, за винятком долара США.

До числа найбільш активних міжнародних ринків конверсійних операцій щодо крос-курсів належать: фунт стерлінгів до японської ієни; євро до японської ієни; євро до швейцарського франка. Крос-курс валюти – це вторинний показник. Він розраховується через основні курси валют відносно долара. Навіть коли немає можливості проводити операції з крос-курсами, можна виконати ці операції за допомогою основних курсів валют відносно долара. Деякі «екзотичні» валюти можуть узагалі не мати крос-курсу одна з одною і торгуються тільки через долар США.

Валютний курс, що визначається як відносна ціна двох валют, називають *номінальним двостороннім валютним курсом*. Він, як правило, використовується у валютних контрактах і є найбільш простим і базовим визначенням валютного курсу. На ньому ґрунтується поняття ефективного валютного курсу. Це – більш повна характеристика валютного курсу. Він є різновидом валютного курсу, який визначається на основі індексів, і його подальшою конкретизацією. Ефективний валютний курс використовується для вимірювання середньозваженої ціни іноземних валют, що виражається через національну валюту.

Поняття *реального ефективного обмінного курсу* є синтезом понять реального та ефективного валютних курсів. Концепція реального ефективного обмінного курсу базується на теорії паритету купівельної спроможності. Термін «реальний ефективний обмінний курс» використовується в процесі обчислення середнього обмінного курсу країни зі своїми основними торговельними партнерами. При цьому ігноруються країни з маленькими ваговими коефіцієнтами, а враховуються зважені значення номінальних двосторонніх обмінних курсів валют з основними країнами, співвідношення індексів цін у країнах – торговельних партнерах та індексу цін всередині країни, а також вагові коефіцієнти комбінованого зваженого експорту-імпорту.

#### 4. Режими курсоутворення.

Одним з елементів національної валютної політики є режим валютного курсу, що використовується в країні.

*Режим валютного курсу (режим курсоутворення)* забезпечується правилами, процедурами, розпорядженнями, а також установами, що відповідають за виконання вказаних норм на основі діючого законодавства.

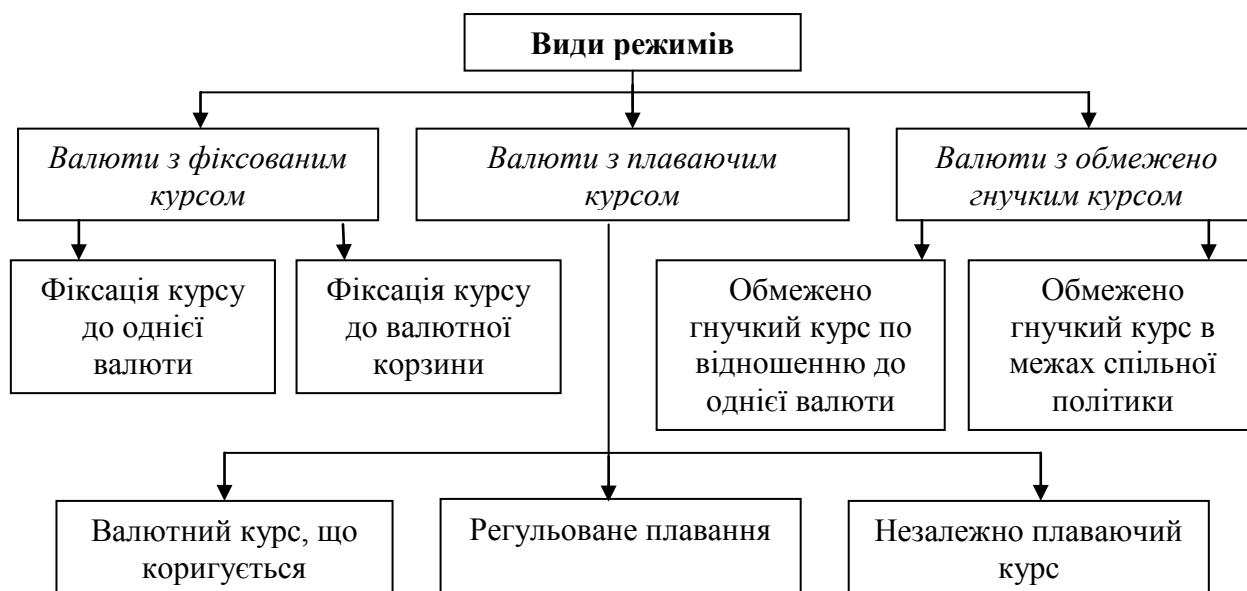
Кожен режим валютного курсу містить особливості визначення валютного курсу, його зміни, використання для здійснення розрахунків, обслуговування зовнішньоекономічних зв'язків. Оптимальний вибір режиму курсоутворення до цих пір залишається одним з основних дискусійних питань розвитку валютних відносин.

В теорії та практиці валютних відносин існують кілька підходів до класифікації режимів валютних курсів. Перші спроби класифікувати режими курсоутворення були здійснені спеціалістами Міжнародного валютного фонду. В післявоєнний період, коли МВФ ще тільки ставав міжнародною організацією, Фондом використовувалася найбільш проста форма класифікації режимів валютного курсу, згідно з якою всі країни було віднесено до однієї з двох категорій: з центрально фіксованим паритетом або курсом, що коливається (плаваючий курс). При цьому валютний курс вважався плаваючим, якщо він міг змінюватись в будь-яких границях, не обмежених законодавчо. Режим фіксованого валютного курсу характеризувався тим, що уряд встановлював постійні фіксовані пропорції обміну національної валюти на іноземну. Цей режим передбачає, що уряд в змозі забезпечити продаж (купівлю) іноземної валюти в такій кількості, яка необхідна для підтримання встановленого курсу. Для цього уряд повинен мати необхідні запаси іноземної валюти.

В 1974-1975 роках МВФ впровадив більш складну класифікацію режимів курсоутворення: валютний курс підтримується в межах вузького діапазону коливань по відношенню до долара США, фунту стерлінгів, французького франку, східноафриканського ренду, іспанської песети, австралійського долару, португальського ескудо, валютного композиту або набору економічних індикаторів; валютний курс не визначається вузьким коридором коливань.

В 1982 році МВФ прийняв іншу класифікацію режимів курсоутворення, засновану на самовизначенні національної грошової влади. Цю класифікацію, що містила три категорії режимів, які різнилися за ступенем гнучкості валютного курсу, наведено на рис. 6.1.

Головними перевагами такої класифікації були її простота, широка статистична вибірка країн, часте поновлення і тривалий період спостережень за режимами валютного курсу. Однак кількість категорій і класів була настільки малою, що часто було складно віднести той чи інший різновид м'якої прив'язки до певної групи. Крім того, класифікація не розмежовувала номінальну і фактичну політику валютного курсу, якої дотримувалися країни.



**Рис. 6.1.** Режими валютного курсу за класифікацією МВФ від 1982 р.  
Джерело: [86]

У 90-х роках з'являються альтернативні класифікації режимів курсоутворення, головною метою яких було усунення недоліків офіційної класифікації МВФ. Так, економісти Фонду А. Гош, А.-М. Галд і Дж. Острі спільно з працівником Нью-Йоркського університету Х. Вольфом об'єднали офіційну класифікацію фонду з даними спостережень за фактичною поведінкою валютних курсів. В результаті було отримано широкую класифікацію, яка складалася з 25 категорій режимів валютного курсу, поєднаних в 9 груп, які наведено на рис. 6.2.



**Рис. 6.2.** Класифікація режимів валютного курсу Гоша, Галд, Острі і Вольфа

Джерело: [86]

Зазначена класифікація не відображувала різниці між м'якою прив'язкою та жорсткою формою фіксації валютного курсу, в результаті чого деякі країни потрапили до розряду «некласифіковане плавання».

Альтернативною класифікацією режимів курсоутворення стала класифікація, запропонована аргентинськими вченими Е.Л. Еяті і Ф. Стурцнеггером, які відкинули офіційну класифікацію курсів МВФ і побудували свій аналіз на спостереженні за динамікою валютних курсів і золотовалютних резервів. За допомогою кластерного аналізу групу в 110 країн, спостереження за якою тривало з 1974 р. по 2000 р., було розбито на декілька категорій. Визначення кластерів проводилося на основі оцінки місячних темпів приросту номінальних валютних курсів, їх відносної волатильності, а також волатильності золотовалютних резервів. Режими валютного курсу було поділено на 5 категорій: гнучкий валютний курс, «нечисте» плавання, повзуча прив'язка, фіксований курс і невизначений курс. До останньої категорії було віднесено країни, де всі змінні демонстрували низьку варіацію: Бельгія, Франція, Аргентина, Непал і ряд країн – членів валютних союзів. При цьому кожний різновид режиму характеризувався певними змінами валютного курсу і золотовалютних резервів, які відображено у табл. 6.2.

Таблиця 6.2

#### Класифікація режимів валютного курсу Еяті і Стурцнеггера

Режим валютного курсу	Темпи приросту номінального курсу	Відносна гнучкість номінального курсу	Змінність золотовалютних резервів
Гнучкий курс	Високі	Висока	Низька
«Нечисте» плавання	Високі	Висока	Висока
Повзуча прив'язка	Високі	Низька	Висока
Фіксований курс	Низькі	Низька	Висока
Невизначений курс	Низькі	Низька	Низька

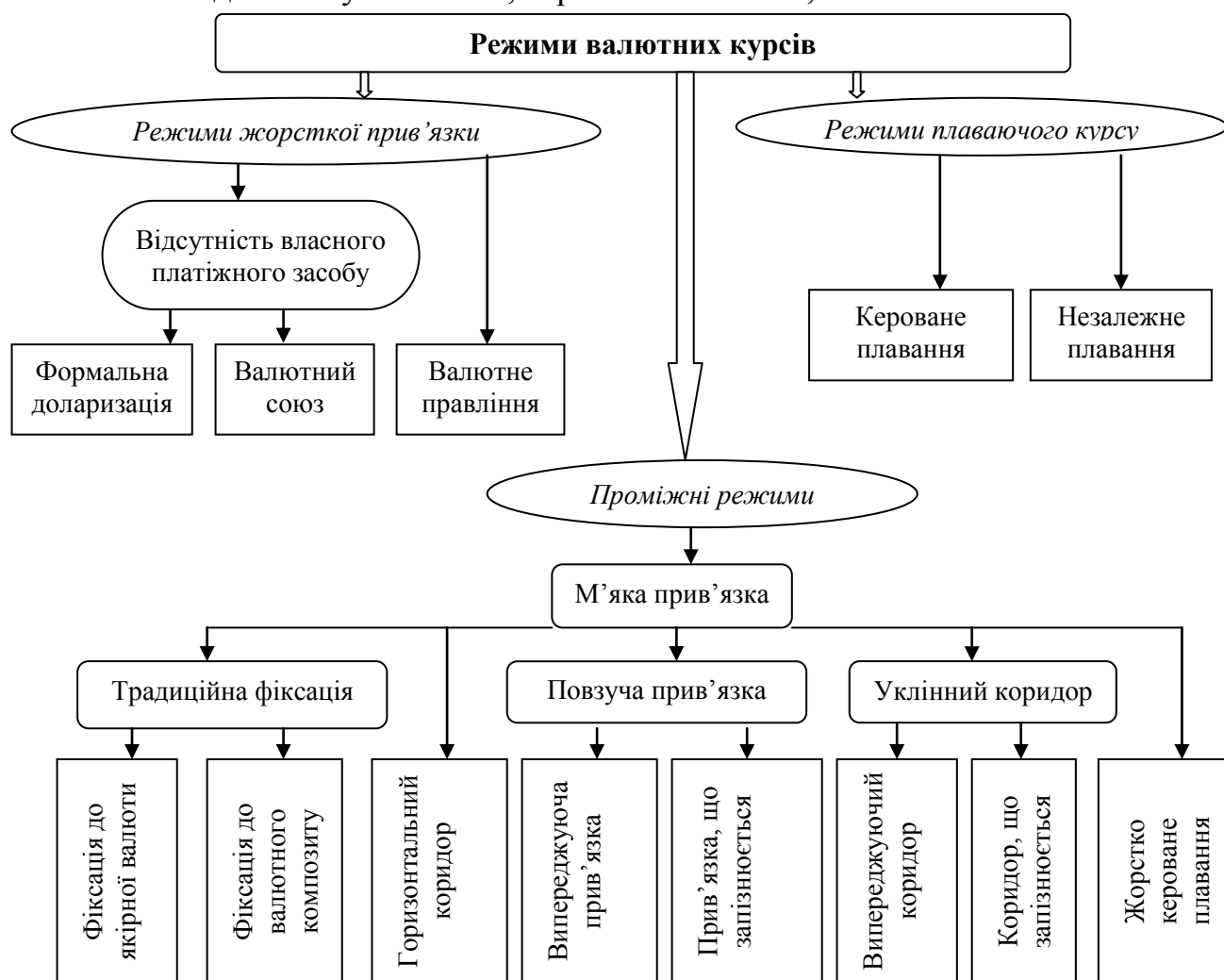
Джерело: [86]

В 2002 р. економісти банку Канади запропонували проводити класифікацію режимів валютного курсу на основі комбінації формальної класифікації і спостереженням за фактичними коливаннями курсів за допомогою двокрокового гібридного механістичного правила відбору. Правило було застосоване до статистичної вибірки за період 1973-1998 рр., що складалася з 60 країн.

На першому кроці визначається склад групи країн, які відносять себе до фіксованих або плаваючих режимів. На другому кроці формальна класифікація перевіряється фактичними даними. Для фіксованих курсів номінальна волатильність не повинна перевищувати 0,45% на рік. Що стосується різниці між проміжним режимом і плаванням, то вона визначається на основі індексу гнучкості валютного курсу. Індекс розраховується як волатильність номінального курсу по відношенню до волатильності вибірки в даному році. Країни, чий індекс перевищував одиницю, відносилися до категорії плаваючих курсів, інші попадали до проміжної категорії. Згідно з цією класифікацією, велика кількість країн, що розвиваються, які визначали свій режим як плавання, в дійсності дотримувалися фіксованого курсу.

Альтернативною точкою зору є класифікація режимів валютного курсу, що виділяє два чисті режими (фіксований та плаваючий) і два гібридні, що містять елементи фіксованих і плаваючих режимів з переважанням одного з них. В межах цієї класифікації розглядається п'ятий режим курсоутворення, а саме прямий державний контроль усіх міжнародних операцій.

Поява нових альтернативних класифікацій режимів курсоутворення спонукала МВФ переглянути і модернізувати свою офіційну класифікацію. Нова класифікація, впроваджена в 1999 р., була заснована на спостереженні за фактичною поведінкою валютних курсів. Класифікація впроваджує додаткові категорії фіксованих курсів, які відображають ступінь грошово-кредитної автономії і характер зобов'язань грошової влади по відношенню до валютного курсу. Нова класифікація містить 13 різновидів режимів, які згруповано в 3 групи, що відображено на рис.6.3: відсутність окремого платіжного засобу (валютний союз), валютне правління, офіційна доларизація, традиційна фіксація до якірної валюти або валютного композиту, повзуча прив'язка (випереджуюча і така, що запізнюється), фіксація в межах горизонтального коридору, фіксація в межах уклінного (повзучого) коридору (випереджуючий і такий, що запізнюється), жорстко кероване плавання без заздалегідь визначеного діапазону коливань, кероване плавання, незалежне плавання.



**Рис. 6.3. Режими валютного курсу за класифікацією МВФ від 1999 р.**

Джерело: [86]



За відсутності окремого платіжного засобу (*валютний союз*) країна стає членом валютного або грошового союзу, в якому всі учасники використовують єдиний законний платіжний засіб. Влада залишається без грошово-кредитного суверенітету.

При режимі *валютного правління* грошова влада приймає зобов'язання, яке закріплюється на законодавчому рівні, обмінювати національну валюту на іноземну за фіксованим курсом. Грошова база повністю забезпечується золотовалютними резервами, а центральний банк лишається функцій грошово-кредитного регулятора і кредитора останньої інстанції.

*Традиційна фіксація до якірної валюти* або *валютного композиту* означає, що країна формально або неофіційно прив'язує свою валюту до валюти іншої країни або до кошика валют. Кошик зазвичай складається з валют головних зовнішньоторговельних або фінансових партнерів. Валютний композит може бути стандартизований, якщо якорем виступає СДР. Валютний курс коливається в межах вузького діапазону в  $\pm 1\%$  від центрального паритету або різниця між максимальним і мінімальним значеннями курсу не повинна перевищувати  $2\%$  протягом двох місяців.

За *повзучої прив'язки* валютний курс періодично коректується на задану величину по відношенню до якірної валюти або кошика валют. Розмір девальвації може бути фіксований або зумовлюватися кількісними індикаторами (інфляційним диференціалом з головним зовнішньоторговельним партнером, різницею між цільовою і прогнозною інфляцією тощо). Повзуча прив'язка може бути випереджувальною (якщо девальвація відповідає прогнозованому диференціалу кількісного індикатора) або такою, що запізнюється (якщо девальвація компенсує накопичений диференціал).

При *фіксації в межах горизонтального коридору* валютний курс вільно коливається в заданому діапазоні значень, який визначається в  $\pm 1\%$  від формального або неофіційного центрального паритету. При необхідності влада за допомогою прямих або непрямих інтервенцій може захистити горизонтальний коридор.

При *фіксації в межах уклінного (повзучого) коридору* валютний курс здійснює вільне плавання в межах  $\pm 1\%$  від формального або неофіційного центрального паритету, який періодично коректується. Гнучкість валютного курсу розглядається як функція від ширини валютного коридору. Межі діапазону коливань можуть бути симетричними відносно центрального паритету або поступово асиметрично розширюватися в часі.

*Жорстко кероване плавання* без заздалегідь визначеного діапазону коливань означає, що грошова влада за допомогою прямих або непрямих інтервенцій утримує валютний курс біля довгострокового тренду без заздалегідь встановленого діапазону коливань або без заданого цільового валютного курсу. Напрямок і частота корекції валютного курсу визначаються станом платіжного балансу країни, обсягом золотовалютних резервів, кон'юнктурою валютного ринку тощо. Інтенсивність і ефективність валютних інтервенцій характеризує ступінь жорсткості керування валютного курсу.

При *незалежному плаванні* валютний курс визначається ринком самостійно, виходячи з попиту та пропозиції. Якщо валютні інтервенції проводяться, то вони спрямовані на попередження коливань валютного курсу, які не відповідають фундаментальним макроекономічним чинникам.

Кожен з режимів валютного курсу має свої переваги та недоліки. При цьому переваги плаваючих валютних курсів є недоліками фіксованих курсів і навпаки. Загально визнаними *перевагами використання різновидів плаваючих валютних курсів* є наступні:

- плаваючі курси більше відповідають ринковій економіці, оскільки визначаються ринковими силами, заснованими на дії законів попиту та пропозиції;

- плаваючі курси сприяють більш ефективному розподілу ресурсів та не дають можливості спекулянтам отримувати прибуток за рахунок центрального банку;

- плаваючий курс дає можливість окремим країнам контролювати пропозицію національних грошей. Оскільки попит і пропозиція національної й іноземної валют, а відтак і їх співвідношення балансуються ринком, у центрального банку немає потреби у здійсненні валютних інтервенцій. Тому буде проводитися незалежна грошово-кредитна політика, що не буде постійно орієнтуватися на грошово-кредитну політику інших країн.

З іншого боку, *фіксований валютний курс також має певні переваги:*

- режим фіксованого курсу дисциплінує економічну, зокрема, грошово-кредитну, політику, спрямовану на запобігання інфляційним процесам; він може використовуватись у випадках, коли фінансові інструменти та фінансові ринки є недостатньо розвиненими для проведення ринкової грошово-кредитної політики;

- номінальне встановлення фіксованого валютного курсу, що підтримується міжнародним фінансовим середовищем, сприяє зростанню міжнародної торгівлі; фіксований курс сприяє глибшій взаємодії національних економік на основі більш тісної координації макроекономічної політики країн;

- фіксований валютний курс легше спрогнозувати, що дозволяє підприємствам здійснювати більш надійне планування та ціноутворення; це відповідно дає можливості розвитку інвестиційної діяльності і зовнішньої торгівлі.

Питання обрання країнами оптимального режиму курсоутворення довгий час дискутується. В результаті сформувалося дві основні теорії, які доводять необхідність обрання одного з чистих режимів: теорія фіксованих паритетів та теорія плаваючих курсів. Теорію плаваючих валютних курсів було розроблено в рамках монетаристської школи (М. Фрідман, Г. Джонсон, Г. Гірш). Згідно з теорією, валютний курс повинен вільно змінюватись під впливом попиту та пропозиції на валютному ринку, і держава не повинна втручатися у ці зміни. Фрідман виступає проти політики прив'язки курсу національної валюти до іноземної, оскільки у разі використання режиму валютного правління або офіційної доларизації повністю або частково втрачається національна незалежність в сфері грошово-кредитного та валютного регулювання.

Теорія фіксованих курсів, представниками якої є Дж. Робінсон, Ф. Грехем та інші, підтримує ідею встановлення режиму фіксованих паритетів, допускаючи їх зміну лише при фундаментальній нерівновазі платіжного балансу. Прихильники цієї теорії вважають, що зовнішня торгівля недостатньо реагує на коливання цін на світових ринках залежно від курсових співвідношень, тому зміна валютного курсу є неефективним засобом регулювання платіжного балансу.

Країни, які прагнули поєднати переваги фіксованих і плаваючих курсів, стали застосовувати змішані режими курсоутворення. Концентруючи елементи плавання і фіксації, змішані режими не завжди можуть уникнути їх недоліків, що на практиці часто викликало негативні наслідки для економіки.

В результаті, в сучасній теорії валютних відносин було сформульовано гіпотезу про поступову відмову країн від проміжних режимів і надання переваги «чистим» системам курсоутворення, яка в іноземній літературі отримала назви «зникнення середини» (*vanishing middle*), «кутові рішення» (*corner solutions*), «закон виключення середини» або теорія поляризації.

Згідно з цією теорією, в сучасному світі з його високим ступенем інтеграції міжнародних фінансових ринків можуть ефективно діяти тільки два «чистих» режими – або незалежне плавання, або жорстка форма фіксації. Проміжні режими залишаються більш ефективними для тих країн, які ще недостатньо інтегрували до світового фінансового середовища, і фінансові ринки яких в належній мірі досі не відкриті для іноземного капіталу.

Теорія поляризації тісно пов'язана з проблемою «несумісної трійки», яка полягає в тому, що країна може одночасно досягнути тільки дві мети з трьох: стабільність валютного курсу, вільна мобільність міжнародного капіталу та незалежність грошово-кредитної політики. Так, якщо фіксація курсу є жорсткою (наприклад, при валютному правлінні), монетарна політика автоматично стає підпорядкованою підтримці валютної прив'язки. В країні може деякий час існувати «несумісна трійка», зокрема, якщо валютний курс є заниженим. Але в довгостроковій перспективі в умовах вільної міграції капіталу використання м'якої форми прив'язки призводить до підвищення ступеню волатильності валютного курсу, збільшення масштабів спекулятивних операцій і розвитку фінансової кризи.

Теорія поляризації підтверджується емпіричними даними щодо використання країнами різних видів режимів курсоутворення. Так, починаючи з 90-х рр. спостерігається поступова відмова від змішаних режимів валютного курсу. При цьому в групі країн, що надають перевагу фіксованим курсам, спостерігається поступовий відхід від м'якої форми прив'язки до жорсткої, а деякі країни, що раніше використовували жорстко регульоване плавання, перейшли до системи вільного або м'яко керованого плавання. У період кризи та перші післякризові роки (2008-2010 рр.) спостерігається суттєве зростання кількості країн, що використовують проміжні режими, при одночасному різкому зменшенні кількості країн з жорсткими системами курсоутворення. Це можна пояснити тим, що деякі країни розпочали перехід до режимів плаваючого курсу, обравши поступовий варіант переходу, який передбачає на

перших етапах упровадження менш жорстких форм фіксації, тобто змішаних режимів. З іншого, боку, багато країн, які до фінансової кризи використовували режими фіксованого курсу, з початком кризи не змогли втримати його прив'язку, в результаті чого їх режими МВФ став класифікувати як проміжні.

Водночас, процес трансформації систем курсоутворення не однаково протікає в країнах з різними типами соціально-економічних систем. Значна різниця в рівнях економічного розвитку та моделях економічних систем в цих країнах означає, що й на зміну глобального фінансового клімату вони можуть реагувати по-різному.

В групі розвинутих країн тенденція до поляризації курсових режимів проявляється найбільш чітко, оскільки саме ці країни досягли найбільш високого ступеню інтеграції. Перехід розвинутих країн до крайніх режимів курсоутворення є віддзеркаленням процесів регіоналізації та глобалізації світової економіки. З одного боку, наслідком розвитку інтеграційних процесів в країнах Західної Європи стало утворення валютного союзу, який вважається різновидом жорсткої фіксації. З іншого боку, зростаюча глобалізація світової економіки, зокрема, світових фінансових ринків, лібералізація зовнішньоекономічних зв'язків, потреба у посиленні ринкового регулювання валютних курсів для протидії валютним шокам вимагають використання більш гнучкої системи курсоутворення, що знаходить відображення у впровадженні режимів вільно плаваючого курсу.

Група країн, що розвиваються, є найбільш диференційованою за видами використовуваних режимів (ці країни застосовують всі типи режимів, що містить сучасна класифікація МВФ). Водночас, в зазначеній групі країн, так само як і в розвинутих державах, останнім часом спостерігається тенденція до поступової відмови від проміжних режимів курсоутворення. Отже, теорія поляризації діє і в країнах, що розвиваються, хоча і з певними виключеннями. Для зазначених країн закон виключення середини має особливе значення, оскільки проміжні режими сприяють розвитку валютно-фінансової кризи, а ринки вказаних держав є найбільш вразливими до валютних потрясінь. Наприкінці ХХ ст. найбільша кількість валютних криз спостерігалась в країнах, які застосовували проміжні режими курсоутворення. Майже кожна держава з групи країн, що розвиваються, яка останнім часом пережила валютні шоки – Індонезія і Таїланд (1997 р.), Бразилія і Еквадор (1999 р.), Туреччина (2001 р.) – до і під час розвитку кризи використовувала один з проміжних режимів, до яких перш за все належать м'які форми фіксації валютного курсу, такі як повзуча прив'язка та валютний коридор. Ці валютні кризи ще раз підтвердили припущення, що «несумісна трійка» робить проміжний режим неідеальним в умовах вільної міжнародної мобільності капіталу. Саме тому більшість країн, що пережили валютні шоки, вже під час кризи або після неї здійснювали перехід або до жорсткої фіксації курсу, або до гнучкого режиму курсоутворення.

Теорія поляризації відображає об'єктивні процеси, що відбуваються у світовому валютно-фінансовому середовищі. Водночас, теорія поляризації не позбавлена деяких недоліків. Так, теорія не пояснює, яка країна який саме чистий режим повинна застосовувати; теорія залишає відкритим питання, який

тип плавання слід обирати, якщо перевагу віддано режиму гнучкого курсоутворення, і до якої саме валюти слід прив'язуватись та за яким курсом, якщо країна обирає жорстку форму фіксації. Все вищезазначене обумовлює необхідність розробки загального механізму переходу країн до одного з чистих режимів курсоутворення, що ґрунтуватиметься на законі виключення середини, чітких критеріях обрання оптимальної системи встановлення обмінного курсу і наявності послідовних етапів впровадження нового режиму.

В цілому, країни можуть вільно обирати режим курсоутворення, надаючи перевагу одному з крайніх видів режимів – незалежному плаванню або жорсткій прив'язці. Однак оскільки проміжні режими обмінного курсу в більшості випадків викликають розвиток валютно-фінансових криз, наслідки яких розповсюджуються з країни-епіцентра на інші країни світу, питання обрання системи курсоутворення необхідно врегульовувати на міжнародному рівні, зокрема, за координацією з міжнародними організаціями.

Першочерговим питанням, що виникає при приєднанні країн до процесів поляризації режимів, є проблема обрання оптимального чистого режиму. В якості можливого шляху вирішення цього питання можливе використання критеріїв оптимальних валютних зон, розроблених Манделлом та МакКінноном. Відповідно до цих критеріїв, фіксований валютний курс більше підходить для використання в невеликих економіках, що беруть активну участь в міжнародній торгівлі. Великим країнам і невеликим економікам, в яких часто спостерігаються фінансові шоки, рекомендується використовувати гнучкий режим курсоутворення.

Для здійснення більш ефективного вибору між режимом жорсткої фіксації і режимом гнучкого валютного курсу необхідно проаналізувати поточний економічний стан країни, її зовнішньоекономічні позиції і визначити перспективні цілі соціально-економічного розвитку. Так, країні недоцільно впроваджувати режим жорсткої фіксації і рекомендується обрати режим плаваючого курсу за наступних обставин (у даному випадку під жорсткою формою фіксації розуміється приєднання до валютного союзу або введення режиму валютного правління):

- для досягнення рівня інфляції, відмінного від рівня інфляції у валютній зоні;
- для збереження доходу у вигляді сеньйоражу від використання національних грошей в якості міжнародного платіжного засобу (особливо це стосується великих країн);
- у випадку, коли велика країна ставить за мету обмеження доступу інших країн до використання переваг від позитивного ефекту масштабу, який досягається в межах великої валютної зони, або існує небезпека того, що приєднання іншої валюти до валютної зони зробить проведення національної макроекономічної політики більш складним;
- з метою використання валютного курсу в якості інструмента регулювання ринку праці для підвищення або зниження заробітної платні;
- за умов, коли в країні недостатньо розвинені механізми підтримки фіксованого курсу на встановленому рівні;

- з метою фінансування державних витрат за рахунок грошової експансії;
- за умов, коли режим фіксованого курсу вступає у конфлікт з політикою, що очікується від центрального банку, обов'язком якого є збереження стабільності цін;
- у зв'язку з тим, що монетарна інтеграція з іншими країнами значно знизить рівень національного суверенітету, у тому числі, зменшить незалежність грошово-кредитної політики;
- у випадку, коли інші країни валютної зони є біднішими і очікують від більш розвинених країн значної фінансової допомоги;
- за умов, коли з впровадженням валютного правління країні складно розв'язати проблему гарантування стабільності національної фінансової системи при відсутності національного кредитора останньої інстанції;
- у випадку неприйняття країною умов інтеграції, передбачених валютною зоною, таких як загальні стандарти, єдина міграційна політика, єдине трудове та податкове законодавство тощо.

Водночас, оптимальним режимом для країни буде вважатися режим жорсткої фіксації, якщо країна ставить перед собою наступні цілі:

- зменшення витрат, пов'язаних з емісією національної валюти;
- досягнення рівня інфляції, який встановився у валютній зоні;
- розвиток автоматичного механізму підтримки грошово-кредитної і фіскальної дисципліни;
- скорочення трансакційних витрат у торгівлі з країнами-партнерами;
- скорочення негативних наслідків валютно-фінансових шоків шляхом розподілу ризику між країнами – учасницями оптимальної валютної зони;
- отримання можливості приймати більш активну і рівноправну участь на фінансовому ринку валютної зони;
- розвиток інтеграційних процесів між членами валютної зони.

У випадку, якщо економіка країни є частково доларизованою, або країна має значні доларові зобов'язання (а це стосується більшості країн з валютними ринками, що формуються), ефективно впровадження системи гнучкого валютного курсу може бути надто складним, тому єдиною альтернативою для таких країн залишається режим жорсткої фіксації.

Перший етап переходу до нового режиму курсоутворення, пов'язаний з обранням типу чистого режиму, є дуже важливим для ефективного проходження наступних етапів. Помилка при виборі режиму курсоутворення може коштувати країні значних витрат часу та коштів на усунення її наслідків. При цьому більш витратним є допущення помилки при виборі режиму обмінного курсу, коли країна обирає систему жорсткої фіксації, оскільки вважається, що легше перейти від режиму плаваючого курсу до режиму валютної прив'язки, ніж навпаки.

За умов вибору одного з режимів жорсткої фіксації необхідним є формування наступних умов впровадження нового механізму курсоутворення:

1. Повинні бути додержані критерії оптимальних валютних зон (жорсткий режим підходить для малих країн; не рекомендується прив'язувати національну валюту до валюти країни, схильної до асиметричних шоків).

2. Відповідно до теорії Манделла-МакКінона, у якості якірної валюти, до якої здійснюється прив'язка, або яка впроваджується в якості офіційного платіжного засобу, рекомендується обирати валюти країн – основних торговельних партнерів.

3. Рівень інфляції, якого планується досягти в країні, що здійснює прив'язку, має співпадати з рівнем інфляції в країні – емітенті якірної валюти.

4. Країнам, що планують впровадити жорстку форми прив'язки, рекомендується спершу здійснити реформу ринку праці. При фіксованому курсі важливою стає наявність в країні гнучкого ринку праці, оскільки негнучкий валютний курс не може слугувати буфером для протидії зовнішнім шокам, і пристосування буде відбуватися за рахунок зміни номінальної заробітної платні і цін. Якщо ж трудове законодавство залишиться жорстким та негнучким, зовнішні шоки можуть викликати підвищення рівня безробіття і порушення пропорцій економічного розвитку.

5. Важливою складовою переходу до жорсткої фіксації курсу є наявність в країні високо капіталізованої і врегульованої системи комерційних банків, оскільки в умовах жорстко фіксованого курсу центральний банк втрачає функції кредитора останньої інстанції для вітчизняних банківських установ.

6. При використанні режиму валютної прив'язки існує великий ризик встановлення завищеного або заниженого обмінного курсу. Тому обираючи режим жорсткої фіксації, країна повинна розробити ефективний механізм визначення ступеню фактичної переоцінки (недооцінки) національної валюти для відповідного коригування її курсу. При цьому можуть виникнути певні ускладнення, оскільки існуючі методики визначення масштабів переоцінки валютного курсу не завжди дають надійні результати.

Більш складним з точки зору попередньої підготовки та формування необхідних передумов впровадження є перехід до режиму плаваючого курсу. В практиці використання режимів гнучкого курсу відомі два шляхи переходу до вільного плавання: запланований поступовий та вимушений різкий перехід. Деякі країни здійснили перехід до режиму гнучкого курсоутворення поступово, впроваджуючи один з проміжних типів режимів перед тим, як дозволити валютному курсу вільно плавати. В інших країнах перехід до режиму плаваючого курсу відбувся різко і супроводжувався значною девальвацією валюти. У більшості випадків переходи до системи гнучкого курсоутворення, що мали місце починаючи з 1990 р., носили вимушений характер.

Поступовий перехід до гнучкого режиму є не тільки більш тривалим, але й складнішим з огляду на необхідність проведення певних підготовчих заходів (рис. 6.5).

Для успішного переходу до режиму плаваючого курсу в країні повинні бути сформовані наступні умови:

- розвинений та ліквідний валютний ринок;
- послідовна політика валютних інтервенцій центрального банку;
- наявність альтернативного номінального якоря у валютній та монетарній політиці, що замінить фіксований курс;
- ефективний механізм моніторингу та управління валютними ризиками.



**Рис. 6.4. Умови переходу країни до режиму плаваючого валютного курсу**



При цьому пріоритетність тієї чи іншої умови і час, необхідний для її формування, в кожній конкретній країні будуть різнитися, зважаючи на різні вихідні умови економічного розвитку.

Валютні ринки багатьох країн, що розвиваються, є незначними за обсягами операцій та підлягають жорсткому валютному регулюванню і валютному контролю. Міжбанківські валютні ринки є обмеженими та невеликими порівняно з ринками роздрібних валютних операцій. Для підвищення ліквідності та ефективності національного валютного ринку з метою створення необхідних умов для впровадження режиму гнучкого курсоутворення країні необхідно вжити наступних заходів:

1. Скоротити активну участь центрального банку на валютному ринку шляхом зменшення його операцій з комерційними банками та обмеження обсягів валютних інтервенцій для активізації інших суб'єктів ринку.

2. Дозволити певні коливання валютного курсу (наприклад, встановивши межі коливань курсу) для стимулювання активності суб'єктів валютного ринку. Для нарощування обсягів валютного ринку на ньому повинен бути присутній певний спекулятивний ризик: можливість виникнення ситуації як подорожчання валюти, так і її здешевлення буде спонукати учасників ринку формувати і довгі, і короткі позиції. В країнах, що використовують більш гнучкий режим, спостерігається більш помітне зростання валютного ринку, ніж в країнах з фіксованими курсом.

3. Скасувати жорсткі форми валютного контролю, які стримують активність учасників валютного ринку. Найбільш важливими заходами при цьому можуть стати: ліквідація вимоги про продаж надходжень в іноземній валюті на користь центрального банку, податків та зборів на проведення валютних операцій, обмежень на міжбанківську торгівлю; уніфікація валютного курсу (у випадку застосування множинного обмінного курсу); пом'якшення обмежень на поточні та капітальні операції платіжного балансу для спонукання розвитку попиту та пропозиції на валютному ринку. Водночас, валютний контроль за капітальними операціями повинен бути пом'якшений поступово і тільки після досягнення певних макроекономічних та інституційних передумов.

4. Уніфікувати та спростити валютне законодавство і зменшити частоту внесення змін до нього з метою підвищення ступеню прозорості валютного ринку і скорочення трансакційних витрат.

5. Стимулювати розвиток інфраструктури валютного ринку, підвищити ефективність діяльності валютних посередників та сформувати надійні та ефективні системи укладання та виконання валютних угод.

6. Підвищити ступінь інформованості учасників ринку про можливі джерела надходження, напрями використання валюти та стан платіжного балансу з метою розвитку практики аналізу руху валютного курсу, прогнозування напрямів валютної та монетарної політики і розробки власної стратегії поведінки на валютному ринку.

Всі зазначені завдання можуть бути значно ускладнені, якщо країна буде змушена різко скасувати режим прив'язки і перейти до плаваючого курсу під

тиском ринкових сил або внаслідок валютної кризи і таким чином не буде мати часу для підготовки до поступового переходу. Тоді перед урядом постануть конфліктуючі цілі. З одного боку, уряду необхідно продавати валюту для запобігання надмірній девальвації. З іншого боку, для підтримки статусу лібералізованого ринку центральний банк повинен запевнити його суб'єктів, що він не буде здійснювати інтервенції для фіксації курсу на одному рівні. За цих обставин країні доцільно поступово відмовитися від домінуючої ролі центрального банку на валютному ринку, скасувати валютні обмеження і дозволити певні коливання обмінного курсу, водночас підвищуючи процентну ставку для запобігання значному знеціненню національної валюти.

Наступним важливим кроком на шляху переходу до режиму плаваючого курсу є *перегляд існуючого в країні механізму валютних інтервенцій*. При режимі валютної прив'язки офіційна купівля або продаж іноземної валюти центральним банком для врівноваження попиту та пропозиції на валютному ринку є врегульованим механізмом, який передбачає, що тривалість та обсяги інтервенцій є запланованими наперед. На відміну від режиму фіксованого курсу, при використанні системи гнучкого курсоутворення офіційні валютні інтервенції можуть бути необов'язковими, хоча сучасні країни активно їх застосовують для врівноваження валютного ринку, формування пропозиції іноземної валюти і накопичення офіційних резервів. Тому при переході до системи плаваючого обмінного курсу центральний банк повинен розробити відповідну політику валютних інтервенцій, в якій би уточнювались цілі, тривалість і обсяги інтервенцій.

Необхідність валютних інтервенцій за режиму гнучкого курсоутворення пов'язана з тим, що валютний ринок, як і інші різновиди ринків, є недосконалим і не гарантує встановлення оптимальної ціни валюти. Певні чинники можуть призвести до невідповідності валютного курсу макроекономічним показникам розвитку національного господарства, що може мати негативні наслідки. Так, переоцінена валюта стримує експортну активність країни, тоді як недооцінена валюта може спровокувати поживлення темпів інфляції. Крім того, якщо рахунок капітальних операцій в країні не повністю лібералізований або ринок капіталів є неефективним, тимчасові шоки можуть викликати ще більшу волатильність обмінного курсу. Оскільки валютний курс часто розглядається як показник ефективності державного регулювання економіки, значні курсові коливання при режимі гнучкого курсоутворення можуть стати причиною втрати довіри до політики уряду.

Для запобігання вказаним та іншим можливим наслідкам курсової волатильності необхідно використовувати офіційні інтервенції. Однак при цьому часто виникає проблема визначення того, чи існують диспропорції між обмінним курсом та станом економіки, і якщо існують, то наскільки масштабними вони є. Ця проблема тісно пов'язана з проблемою визначення оптимального обмінного курсу, оскільки досі немає єдиної методології розрахунку рівноважної ціни валюти. Ті індикатори, що використовуються найчастіше (номінальний та реальний ефективний валютний курси, продуктивність та інші показники конкурентоспроможності, умови торгівлі,

платіжний баланс, диференціал процентної ставки тощо), зазвичай не дають можливості центральному банку оцінити масштаби диспропорцій на валютному ринку настільки точно, наскільки це необхідно для визначення оптимальної тривалості та обсягів інтервенцій.

Найбільш виправданими є офіційні інтервенції на неупорядкованих валютних ринках, де кількість продавців і покупців іноземної валюти не співпадає і призводить до зростання неліквідності ринку, яка в свою чергу може негативно позначитись на стані реальної економіки. В цьому випадку ступінь відхилення валютного курсу від рівноважного значення також складно визначити, проте орієнтовними показниками зростання масштабів диспропорцій можуть слугувати наступні індикатори: постійне зростання ступеню мінливості валютного курсу, розширення спредів і різке розгортання міжбанківської торгівлі валютою порівняно з обсягами клієнтського ринку.

Іншими причинами здійснення офіційних інтервенцій при режимі плаваючого курсу можуть бути необхідність формування пропозиції валюти на ринку або нарощування офіційних резервів. У першому випадку можливість формування пропозиції на валютному ринку пов'язана з тим, що багато центральних банків мають джерела регулярного надходження іноземної валюти в формі прибутку на валютні резерви і валютних кредитів або фінансової допомоги. У другому випадку необхідність нарощування резервів пояснюється тим, що центральні банки зазвичай встановлюють мінімальні допустимі показники офіційних резервів, які вимагають регулярної купівлі валюти на ринку. У будь-якому випадку, при переході до режиму гнучкого курсоутворення країні необхідно переглянути існуючу політику управління офіційними резервами. З одного боку, розміри офіційних резервів, необхідні для підтримки гнучкого курсу, можуть бути набагато меншими, ніж вимагає фіксований курс. З іншого боку, скасування валютних обмежень може викликати необхідність підвищити рівень резервів для підтримки довіри, зниження ступеню волатильності обмінного курсу, зменшення ймовірності розвитку криз і підвищення ефективності інтервенцій.

Таким чином, політика центрального банку в сфері здійснення валютних інтервенцій і формування міжнародних резервів має бути вибірковою, а її конкретні заходи будуть залежати від поточних завдань валютного регулювання. Проте в цілому при переході до режиму плаваючого курсу доцільно скорочувати ступінь втручання центральних банків в діяльність валютного ринку через механізм офіційних інтервенцій. Здійснюючи менш часті та тривалі інтервенції, центральний банк буде розвивати впевненість суб'єктів ринку в реальному існуванні гнучкого обмінного курсу і сприяти зростанню потенціальної ефективності інтервенцій.

Для підвищення довіри до впровадженого режиму гнучкого курсоутворення (особливо якщо перехід мав шоковий характер і відбувся внаслідок валютно-фінансової кризи) країнам доцільно було б розвивати практику оголошення в офіційних звітах спрямованості уряду додержуватись умов застосування плаваючого курсу і відмови центрального банку від здійснення необґрунтованих інтервенцій з метою не виправданої підтримки

курсу на одному рівні. На додаток, періодична публікація офіційної інформації про масштаби валютних інтервенцій (така практика існує у країнах з розвинутою ринковою економікою) сприяла б підвищенню прозорості валютного ринку і створила б додаткові умови для ефективного переходу до системи плаваючого курсу.

Іншою важливою умовою впровадження режиму плаваючого обмінного курсу є *визначення та використання альтернативного номінального орієнтира монетарної політики*. З переходом до режиму гнучкого курсоутворення країна повинна переглянути базові принципи монетарної політики, перш за все, замінити фіксований валютний курс в якості номінального орієнтира іншими цільовими показниками грошово-кредитного регулювання. Тільки країни з найбільш стабільними та розвинутими валютними ринками можуть підтримувати гнучкий обмінний курс без офіційного номінального орієнтира. Для більшості ж країн, що розвиваються, та країн з перехідною економікою визначення формального номінального якоря монетарної політики є важливим чинником формування довіри до національної політики в сфері грошово-валютного регулювання і необхідною умовою ефективного переходу до системи плаваючого курсу.

Однією з головних функцій монетарної політики країни є контроль за грошовою пропозицією. Особливо важливим це завдання є для країн, в яких відмова від валютної прив'язки мала шоківий характер і відбувалася під тиском ринкових сил, оскільки значна девальвація національних валют в цей період призводить до прискорення інфляційних процесів. З переходом до режиму гнучкого обмінного курсу валютні інтервенції як основний інструмент контролю за ліквідністю замінюють інструменти монетарної політики. І хоча грошово-кредитні важелі є важливими інструментами регулювання ліквідності при будь-якому режимі, їх важливість ще більше зростає з підвищенням ступеню гнучкості валютного курсу.

Оскільки процес впровадження надійного альтернативного номінального орієнтира монетарної політики є досить складним, доцільно відмовлятися від валютної прив'язки поступово, наприклад, тимчасово впроваджуючи проміжний режим похилого коридору. Межі коридору в такому випадку, як правило, встановлюються симетрично центрального повзучого паритету і поступово розширюються до тих пір, поки акценти монетарної політики змістяться з валютного курсу на інфляцію.

При відмові від валютної прив'язки важливо визначити, який саме альтернативний якір буде обрано – орієнтований на регулювання грошових агрегатів, процентних ставок або таргетування інфляції. При відповіді на це питання слід брати до уваги загальні цілі економічного розвитку країни, а також зважати на тип її економічної системи. Так, розвинуті країни можуть досить ефективно використовувати будь-який тип орієнтації монетарної політики. Що стосується країн з перехідною економікою, та країн, що розвиваються, то, на наш погляд, найбільш прийнятним варіантом для них можна вважати таргетування інфляції, особливо зважаючи на позитивні результати боротьби з інфляцією в країнах, які в останні роки застосовують таргетування.

На першому етапі переходу до режиму гнучкого курсоутворення в якості проміжного номінального якоря може використовуватись цільовий показник грошової маси. Проте слабкий зв'язок між грошовими агрегатами і інфляцією зменшує ефективність агрегатного таргетування, тоді як цільовий показник інфляції вважається більш надійним орієнтиром монетарної політики. Процес формування політики таргетування інфляції може бути досить тривалим, оскільки вимагає створення певних макроекономічних умов. Зокрема, при виборі цільового показника інфляції в якості орієнтира монетарної політики в країні повинні бути сформовані наступні передумови:

- центральний банк повинен бути уповноважений втримувати інфляцію у встановлених межах і розглядати стабільність цін як домінуючу мету монетарної політики;
- центральний банк повинен розробити ефективну процедуру планування цільових показників інфляції на основі прогнозних даних і реагування на значні відхилення фактичних показників від запланованих;
- центральний банк повинен бути наділений незалежністю в проведенні монетарної політики і нести всю відповідальність за дотримання умов таргетування інфляції;
- країні необхідно розробити надійну методику прогнозування інфляції;
- результати політики таргетування інфляції повинні бути прозорими, зокрема, детальний аналіз наслідків таргетування може наводитись в офіційних звітах центрального банку.

Поки ці передумови не будуть сформовані, в якості тимчасового орієнтира країна може використовувати один з різновидів монетарного таргетування (таргетування грошової бази, широкої грошової маси або банківських резервів), які на перехідному етапі є прийнятними, а в майбутньому будуть замінені на цільовий показник зростання цін.

Наступним важливим заходом, проведення якого є вкрай необхідним при виборі режиму гнучкого обмінного курсу, є *розробка ефективного механізму страхування валютних ризиків*. З переходом до плаваючого курсу значно підвищується ступінь валютного ризику і змінюються його носії, а саме, валютні ризики переходять з державної сфери (центрального банку) до приватного сектору. Тому визначення потенційної схильності фінансового та нефінансового секторів до валютних ризиків є значущою складовою впровадження системи плаваючого курсу.

Оцінка схильності суб'єктів національної економіки до валютних ризиків повинна базуватися на детальному аналізі їх фінансового стану, зокрема, особлива увага повинна приділятися наступним аспектам: коло валют, які використовуються у діяльності суб'єктів; фінансова стійкість і ліквідність; структура активів та зобов'язань, деномінованих у іноземних валютах.

Перехід до системи плаваючого курсу, при якому суб'єкти валютного ринку є більш схильними до валютного ризику, вимагає розробки адекватної політики управління валютним ризиком, яка повинна включати наступні елементи:

1. Інформаційні системи моніторингу різних джерел валютного ризику, в тому числі, джерел надходження та напрямів використання валютних ресурсів. Зокрема, моніторинг валютних ризиків може здійснюватись через складання періодичних звітів корпоративним сектором або через пред'явлення вимог до позичальників в іноземній валюті щодо надання інформації про їх валютні доходи, зовнішню заборгованість і діяльність з хеджування ризиків.

2. Методика аналізу та оцінки масштабів валютних ризиків. Механізм оцінки валютного ризику може включати як побудовані на бухгалтерських методах заходи з визначення загальної валютної позиції, так і більш складні форми аналізу ризику, в тому числі математичні моделі або методи експертної оцінки.

3. Внутрішні заходи та процедури обмеження ризику, зокрема, встановлення обмежень на нарощування валютних позик, розробка механізму страхування позичальників в іноземній валюті, аналіз можливого впливу курсових коливань на фінансовий стан позичальників.

4. Ефективне регулювання та нагляд за валютним ризиком. Відповідні заходи можуть включати наступне: обмеження на чисту відкриту валютну позицію (в процентах до загального капіталу), надання кредитів в іноземній валюті (в процентах до зобов'язань в іноземній валюті), зарубіжні позики і випуск облігацій (в процентах до капіталу); обмеження на перелік валютних операцій, які дозволено здійснювати банкам, через здійснення ліцензування; вимоги щодо побудови в комерційних банках системи внутрішнього контролю за ризиками.

Прийняття рішення про перехід до режиму гнучкого курсоутворення пов'язане з питанням вибору швидкості ліквідації системи валютної прив'язки. Швидкий перехід вимагає меншої кількості проміжних підготовчих заходів (або зовсім їх не вимагає), ніж поступове впровадження системи плаваючого курсу. Швидкий перехід до гнучкого курсоутворення є доцільним в наступних випадках: для країн зі стабільною макроекономічною ситуацією і ефективною монетарною політикою, оскільки масштаби інтервенцій на валютному ринку будуть обмеженими, що дозволить зберегти офіційні резерви; для країн, що прагнуть якнайшвидше підвищити ступінь незалежності монетарної політики; для країн, які мають відкритий рахунок капітальних операцій платіжного балансу і дозволяють вільний рух капіталу, оскільки їм може бути складно реалізувати стратегію поступового переходу в умовах значних за обсягом та мінливих потоків капіталу.

Поступовий перехід доцільно здійснювати країнам, які не мають необхідних інституційних передумов, зокрема, розвиненого валютного ринку і можливостей ефективного управління валютними ризиками. Різка відмова від фіксації курсу в таких країнах може призвести до значного зростання масштабів курсових коливань.

Країни, які обрали поступовий перехід до гнучкого курсоутворення, можуть його здійснювати в кілька кроків, наприклад, через заміну валютної прив'язки до однієї валюти фіксацією або повзучою прив'язкою до валютного композиту з наступним переходом до режиму валютного коридору, межі якого

будуть поступово розширюватись до тих пір, поки в країні не будуть створені умови для вільного ринкового формування обмінного курсу.

Важливою умовою ефективного переходу до системи плаваючого курсу є дотримання вірної послідовності між дозволом плавання національної валюти і скасуванням валютних обмежень на міжнародний рух капіталів: впровадження режиму гнучкого курсоутворення повинно передувати лібералізації капітальних операцій платіжного балансу країни. В цьому випадку плаваючий курс зможе частково поглинути кризи платіжного балансу і зменшити їх негативні наслідки для реальної економіки порівняно з фіксованим курсом. Досвід деяких країн показує, що лібералізація рахунку капітальних операцій до впровадження режиму гнучкого обмінного курсу навіть за сприятливих економічних умов може погіршити міжнародну ліквідність країни, порушити макроекономічні пропорції і спровокувати спекулятивні атаки на національну валюту.

Таким чином, реалізація вищезазначених заходів при виборі і впровадженні одного з чистих режимів валютного курсу дозволяє країнам з валютним ринком, що розвивається, поступово відмовитись від проміжних систем курсоутворення, що буде сприяти загальній стабілізації світового валютно-фінансового середовища.

### **Контрольні питання до теми 6**

1. Розкрийте зміст поняття «валютний курс». Визначте сутність валютного котирування.
2. Яку роль відіграє валютний курс в сучасному світовому господарстві?
3. На які групи діляться чинники, що впливають на формування валютного курсу? З'ясуйте механізм впливу окремих чинників на валютний курс.
4. Охарактеризуйте теорії валютних курсів.
5. З'ясуйте сутність паритету купівельної спроможності. Визначте види паритету.
6. Розкрийте зміст поняття «режим валютного курсу». Визначте підходи до класифікації режимів курсоутворення.
7. Охарактеризуйте сутність плаваючих та фіксованих валютних курсів, назвіть їх види.
8. Які переваги та недоліки мають плаваючі та фіксовані валютні курси?
9. Охарактеризуйте різновиди змішаних режимів курсоутворення.

## ТЕМА 7. ВАЛЮТНІ РИНКИ

1. Сутність, функції, суб'єкти та види валютних ринків.
2. Сучасні тенденції розвитку світового валютного ринку.
3. Розвиток валютного ринку в Україні.

### 1. Сутність, функції, суб'єкти та види валютних ринків.

Необхідною умовою розрахунків у сфері міжнародних економічних відносин є обмін однієї валюти на іншу у формі купівлі або продажу іноземної валюти. Операції з обміну валют здійснювалися ще в стародавньому світі, проте в сучасному розумінні валютні ринки сформувалися вже в період розвитку капіталістичного способу виробництва. Формування валютного ринку пов'язане з розвитком міжнародних економічних відносин на основі розширення зовнішньоекономічних зв'язків; удосконаленням ринкової інфраструктури фінансового ринку; появою нових інформаційних технологій, що забезпечують швидкісну передачу повідомлень про курси валют, банки, стан їх кореспондентських рахунків, тенденції в економіці і політиці. Валютний ринок – особливий ринок, на якому відбуваються валютні операції.

Формування валютного курсу в Ямайській системі відбувається шляхом взаємодії попиту та пропозиції валюти, тобто саме через механізм валютного ринку. Загалом, валютний ринок – це складне багатофункціональне утворення, організація якого природно складалася протягом десятиріч. Сьогодні існують різноманітні підходи до визначення валютного ринку, кожен з яких робить наголос на певній функції або властивості валютного ринку (табл. 7.1).

Найбільш поширеним є підхід, який зосереджується на обмінній функції валютного ринку. Відповідно до цього підходу, **валютний ринок** – це механізм, який забезпечує здійснення операцій з купівлі-продажу іноземної валюти.

Валютний ринок є складовою частиною фінансового ринку, оскільки на ньому ведеться торгівля саме фінансовими інструментами. Отже, **валютний ринок** – це ринок, на якому торгують фінансовими паперами з відносно невеликим терміном обігу. На валютному ринку папери, деноміновані в певній валюті, завжди торгуються проти паперів, деномінованих в іншій валюті [148].

Виділяють також територіальний підхід (практична точка зору) до визначення валютного ринку, згідно з яким **валютний ринок** представляє собою «офіційні центри, де відбувається купівля-продаж іноземних валют на основі попиту і пропозиції». Найбільші валютні центри розташовані в країнах, де валютні обмеження зведені до мінімального рівня. Такими центрами є валютні ринки в Нью-Йорку, Лондоні, Парижі, Цюріху, Франкфурті, Сан-Франциско, Торонто, Токіо, Гонконгу, Сінгапурі й інших містах. На цих ринках обсяги валютних операцій можуть становити 100 млрд. дол. і більше в день.

З інституціональної точки зору, **валютні ринки** представлені сукупністю комерційних і центральних банків, транснаціональних банків, бірж, брокерських фірм, корпорацій, міжнародних валютних та фінансових організацій.



Таблиця 7.1

## Підходи до трактування категорії «валютний ринок»

Підхід	Критерій	Визначення валютного ринку
<i>Конверсійно-функціональний</i>	Обмінна функція валютного ринку	механізм, який забезпечує здійснення операцій з купівлі-продажу іноземної валюти.
<i>Практичний</i>	Просторова організація валютного ринку	офіційні центри, де відбувається купівля-продаж іноземних валют на основі попиту і пропозиції.
<i>Інституціональний</i>	Суб'єктна структура валютного ринку	сукупність комерційних і центральних банків, транснаціональних банків, бірж, брокерських фірм, корпорацій, міжнародних валютних та фінансових організацій, що здійснюють валютні операції.
<i>Структурний</i>	Валютний ринок як сегмент грошового ринку	частина грошового ринку, на якому врівноважується попит і пропозиція на валюту як специфічний товар.
<i>Організаційно-ринковий</i>	Призначення і організаційна форма валютного ринку	сукупність спеціальних установ і механізмів, які у взаємодії забезпечують вільний продаж і купівлю національної та іноземної валюти за співвідношенням попиту і пропозиції.
<i>Курсоутворюючий</i>	Формування валютного курсу	економічні відносини, що виникають у процесі купівлі-продажу іноземних валют за курсом національної валюти, який складається на основі співвідношення попиту і пропозиції на ці валюти.
<i>Організаційно-технічний</i>	Комунікаційна функція валютного ринку	сукупність комунікаційних систем, що пов'язують між собою банки різних країн, які здійснюють міжнародні розрахунки та інші валютні операції.
<i>Курсовий</i>	Цінова та обмінна функції валютного ринку	особливий ринок, на якому здійснюється обмін валюти однієї країни на валюту іншої країни за визначеним номінальним валютним курсом
<i>Операційний (у широкому сенсі)</i>	Види операцій на валютному ринку	ринок, на якому здійснюється не лише обмін валют, але й операції з інвестування валютного капіталу та залучення і розміщення валютних коштів.

З організаційно-технічної точки зору, *валютний ринок* являє собою сукупність комунікаційних систем, що пов'язують між собою банки різних країн, які здійснюють міжнародні розрахунки та інші валютні операції.

Валютний ринок розглядається також як особливий ринок, на якому здійснюється обмін валюти однієї країни на валюту іншої країни за визначеним номінальним валютним курсом. Тобто цей підхід зосереджується як на обмінній, так і на ціновій функції валютного ринку (функції формування ціни валюти, а саме обмінного курсу).

Нарешті, існують підходи, які вказують, що на валютному ринку здійснюється не лише обмін валют, але й операції з інвестування валютного капіталу та залучення і розміщення валютних коштів.

У валютних операціях, здійснюваних на валютному ринку, беруть участь різних групи економічних суб'єктів, кожна з яких прагне задовольнити свій власний комерційний інтерес. Це традиційна тріада – продавці валюти, її покупці та посередники. Іншими словами, суб'єктами валютного ринку є:

- фірми, організації й індивідуальні особи, зайняті в різних сферах зовнішньоекономічної діяльності;
- комерційні банківські установи, що забезпечують валютне обслуговування зовнішніх зв'язків;
- брокерські фірми, контори й окремі брокери, що займаються посередницькою діяльністю, одержуючи за неї відповідну компенсаційну винагороду. На окремих валютних ринках ці структури здійснюють більше половини валютних операцій;
- державні установи, основне місце серед яких займають валютні банки і державні казначейства окремих країн.

Основними споживачами валютного ринку, що визначають попит на його основний товар – валютні ресурси, є транснаціональні банки. На них припадає близько 90% усього валютного обігу. Унаслідок цього валютні курси формуються звичайно в процесі здійснення міжбанківських операцій.

Крім банків, активну роль на валютному ринку виконують брокерські компанії або брокерські дома. Вони є посередниками між величезною кількістю учасників ринку – комерційними банками, інвестиційними фондами, страховими компаніями, дилінговими центрами і приватними інвесторами.

Центральні банки країн виконують на валютному ринку подвійну роль. З одного боку, вони формують попит та пропозицію валюти, здійснюючи офіційні інтервенції. З іншого боку, вони розробляють та реалізують національну валютну політику, керують валютними резервами, регулюють облікову ставку, тобто виконують функції регулятора роботи валютних ринків. Найбільший вплив на стан не тільки національних, але й світового валютного ринку здійснюють центральні банки провідних розвинутих країн.

Важлива роль на валютному ринку відводиться валютним біржам, які існують в багатьох країнах як самостійні фінансові організації. У більшості випадків біржі є некомерційними установами, головна мета діяльності яких полягає не в забезпеченні високих прибутків, а в організації валютного ринку. В деяких країнах курс, що формується під час торгів на валютній біржі, береться за основу для розрахунку офіційного обмінного курсу.

Постійний попит на іноземну валюту та її пропозицію на валютному ринку формують підприємства та організації, що здійснюють зовнішньоекономічну діяльність. Вони здійснюють обмінні, депозитно-кредитні та розрахункові операції, використовуючи комерційні банки в якості посередників.

Значний вплив на стан світового валютного ринку здійснюють операції валютних спекулянтів, тобто підприємств, фінансових організацій та міжнародних корпорацій, що укладають угоди на купівлю-продаж іноземної валюти з метою отримання прибутку. Найактивніші учасники міжнародного валютного ринку, які здійснюють спекулятивні операції, – це комерційні банки,

інвестиційні банки, торговельні інституції, страхові та інші фонди, корпорації та індивідуальні інвестори.

Фізичні особи переважно діють на готівковому валютному ринку, де здійснюються операції неторгового характеру, або здійснюють обмін валют для розрахунків в сфері туризму, закордонних переказів тощо. Останнім часом, з розвитком технологій та засобів зв'язку, зросли можливості фізичних осіб приймати участь в спекулятивних операціях на безготівковому валютному ринку.

Завдяки складній структурі валютний ринок відіграє важливу роль в національному та світовому господарстві і виконує наступні функції:

- обслуговування міжнародного обороту товарів, послуг і капіталів;
- забезпечення своєчасності здійснення міжнародних розрахунків;
- формування валютного курсу на основі попиту та пропозиції на валюту;
- надання механізмів захисту від валютних ризиків, руху спекулятивних капіталів;
- диверсифікація валютних резервів банків, підприємств, держав, міжнародних організацій;
- використання валютного ринку як інструмента для проведення грошово-кредитної політики центрального банку.

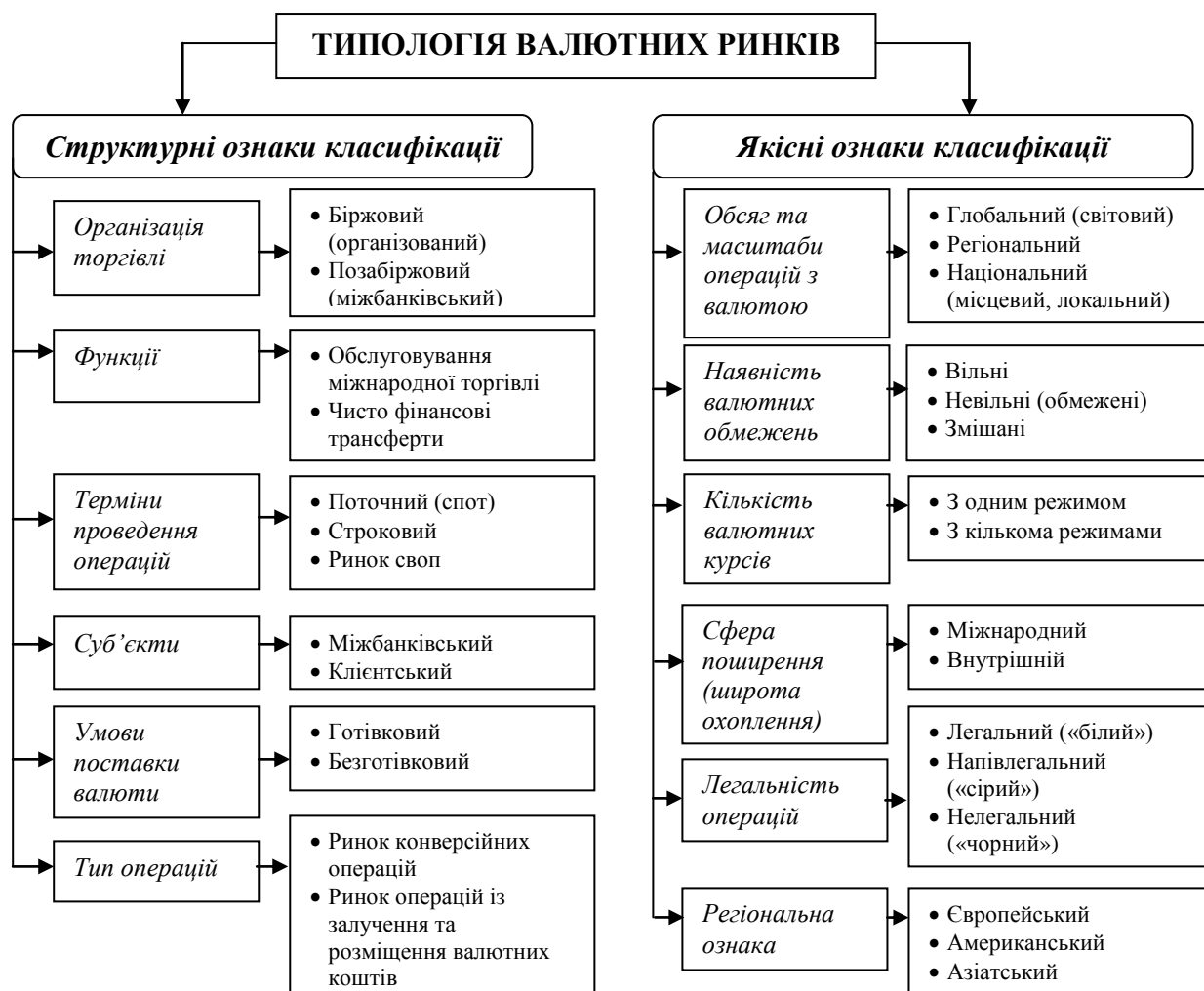
У процесі розвитку валютних відносин, з появою нових валютних операцій, зі зміною підходів до валютного регулювання ускладнювалася структура та урізноманітнювалися види валютних ринків. В результаті сформувалася складна типологія валютних ринків, яка включає їх класифікацію за структурними (на основі яких можна виділяти різні сегменти у структурі національного валютного ринку) та якісними ознаками (на основі яких можна якісно охарактеризувати національний валютний ринок в цілому) (рис. 7.1).

За обсягом операцій та кількістю валют валютні ринки поділяють на національні (місцеві), регіональні та світові.

На місцевих та регіональних валютних ринках проводяться операції з конкретними конвертованими валютами. На світових валютних ринках проводяться операції з ключовими валютами, що дуже широко використовуються у світовому платіжному обігу. Такі ринки зосереджені у великих фінансових центрах США, Західної Європи, Південно-Східної Азії та на Далекому і Близькому Сході.

Сучасне технічне оснащення валютного ринку – його широка комп'ютеризація, насичення новітніми засобами електронного зв'язку, з одного боку, істотно прискорює оборот валютних ресурсів і міжнародних платіжних документів, міграцію капіталу, з іншого – забезпечує органічне поєднання територіальних структур і функціональних центрів світового ринку в єдину глобальну цілісну систему.

*Сучасні світова система валютних ринків* складається з пов'язаних між собою національних валютних ринків. Ця система включає 3 рівні, на яких банки в будь-якому фінансовому центрі здійснюють валюту торгівлю:



**Рис. 7.1. Типологія валютних ринків за структурними та якісними ознаками.**

I. Роздрібна торгівля (угоди на одному національному ринку, коли банк-дилер безпосередньо взаємодіє з клієнтом).

II. Оптова міжбанківська торгівля (угоди на одному національному ринку, коли два банка-дилера взаємодіють між собою за допомогою валютного брокера).

III. Міжнародна торгівля (угоди між двома та більше національними ринками, коли банки-дилери різних торгових центрів взаємодіють один з одним) [113].

За наявністю валютних обмежень розрізняють вільні (при відсутності валютних обмежень) та невольні валютні ринки.

За видами застосованих валютних курсів валютний ринок може бути з одним режимом або з подвійним режимом. *Ринок з одним режимом* – це валютний ринок з вільними валютними курсами, тобто із плаваючими курсами валют, котирування яких встановлюється на біржових торгах. *Ринок з подвійним режимом* – це ринок з одночасним застосуванням фіксованого й змінного курсу валюти. Введення подвійного валютного ринку використовується державою як засіб регулювання руху капіталів між національним і міжнародним ринком позичкових капіталів. Цей захід

покликаний обмежити та контролювати вплив міжнародного ринку позичкових капіталів на економіку даної країни.

За характером легальності проведення валютних операцій виділяють легальний валютний ринок та нелегальний («сірий» або «чорний») валютний ринок. На *легальному валютному ринку* вся діяльність дилерів не суперечить національному та міжнародному законодавству. На *сірому валютному ринку*, як правило, мають місце порушення закону, але такі порушення прикриваються легальною діяльністю ринку. *Чорний валютний ринок* представляє собою абсолютно незаконну організацію по здійсненню валютних операцій з серйозними порушеннями процедури торгів.

В залежності від рівня соціально-економічного розвитку країни національні валютні ринки поділяються на *розвинуті й ті, що розвиваються*. Загальний високий рівень розвитку господарств розвинутих країн дозволив їм досягти і відповідного рівня розвитку валютних відносин. Розвинуті країни завжди виконували домінуючу роль у сфері міжнародних валютно-розрахункових відносин, у тому числі у відповідних міжнародних організаціях (МВФ і Світовий банк). Ці країни мають тверді національні валюти з повною конвертованістю. Стабільність їх валют протягом тривалого періоду часу дозволила їм отримати статус резервних валют, що дає державам додаткові переваги у сфері міжнародних розрахунків.

Валютні ринки розвинутих країн відрізняються високим рівнем лібералізації. Структура валютного ринку цієї групи країн досить розгалужена та включає і біржовий, і міжбанківський сектори, хоча один з них, як правило, переважає. На валютному ринку здійснюється широкий спектр валютних операцій, у тому числі розповсюджені строкові операції. Незважаючи на загрозу валютних спекуляцій, наявність різних видів ринків в загальній структурі валютного ринку розвинутих країн пояснюється їх стабільністю і відносною стійкістю до негативного впливу спекулянтів. Крім того, курси національних валют більшості розвинутих країн є плаваючими, і їх застосування згладжує вплив негативних факторів і призводить до автоматичного врівноваження валютного ринку.

Особливості економіки країн, що розвиваються, визначають специфіку організації їх валютних ринків. Хоча валютні ринки, як і загальний рівень розвитку, в країнах цієї групи суттєво диференційовані, вони мають спільні риси. Національні валюти країн є, як правило, частково конвертованими або неконвертованими. У зв'язку з існуванням загрози коливань валютних курсів країни переважно використовують фіксовані або змішані режими курсоутворення. Значна залежність країн від іноземного капіталу, у тому числі спекулятивного, підвищує можливість розбалансування валютних ринків і розвитку фінансових криз у разі його відтоку. Ринок, як правило, представлений одним або невеликою кількістю секторів для запобігання валютним спекуляціям. Оскільки національні валюти країн є досить не стабільними і не користуються таким попитом, як валюти розвинутих країн, то їх валютні ринки є досить низько ліквідними. Валютні ринки характеризуються відносно низьким інформаційним рівнем і недостатнім розвитком інфраструктури.

В залежності від організації валютний ринок може бути біржовим та позабіржовим (міжбанківським).

*Біржовий валютний ринок* – це організований ринок, що представлений валютною біржею. Валютна біржа представляє собою підприємство, що організує торги валютою та цінними паперами у валюті. Біржа не є комерційним підприємством. Її основна функція полягає не в одержанні високого прибутку, а в мобілізації тимчасово вільних грошових коштів через продаж валюти і цінних паперів у валюті та у встановленні курсу валюти, тобто її ринкової вартості.

Біржовий валютний ринок має ряд переваг:

- є найдешевшим джерелом валюти й валютних коштів;
- заявки, що виставляють на біржові торги, мають абсолютну ліквідність.

Ліквідність валюти й цінних паперів у валюті означає здатність їх швидко й без втрат у ціні перетворюватися в національну валюту.

*Позабіржовий валютний ринок* організується дилерами, які можуть бути або не бути членами валютної біржі й ведуть його за допомогою телефону, телефаксу, комп'ютерною мережею. На міжбанківському ринку усі операції здійснюються банками за допомогою технічних засобів зв'язку. Цей вид валютного ринку ділиться на прямий (банки самостійно знаходять партнерів) та брокерський (банки користуються послугами брокерів).

Переваги позабіржового валютного ринку полягають в наступному:

- досить низька собівартість витрат на операції по обміні валют. Дилери банків часто використовують очні валютні аукціони на біржі для зниження власних витрат на валютну конверсію шляхом укладання договорів купівлі-продажу валюти по біржовому курсі до початку торгів на біржі. На біржі з учасників торгів знімаються комісійні, сума яких перебуває в прямої залежності від суми проданих валютних і карбованцевих ресурсів. Крім того, законом установлений податок на біржові угоди. У позабіржовому ринку для вповноваженого банку після того, як був знайдений контрагент по угоді, операція валютної конверсії здійснюється практично безкоштовно;
- більш висока швидкість операцій, ніж при торгівлі на біржі. Це пов'язано, насамперед, з тим, що позабіржовий ринок дозволяє проводити угоди протягом всього операційного дня, а не у певний час біржової сесії.

Більш поширеним у світі є міжбанківський валютний ринок, на якому здійснюється близько 90% всіх угод. Біржовий та позабіржовий ринки, деякою мірою, суперечать один одному і в той же час, взаємно доповнюють один одного. Це пов'язано з тим, що виконуючи загальну функцію по торгівлі валютою й обігу цінних паперів у валюті, вони застосовують різноманітні методи й форми реалізації валюти й цінних паперів у валюті.

За сферою поширення (за широтою охоплення) виділяють міжнародний і внутрішній валютні ринки. У свою чергу, як міжнародний, так і внутрішній ринки складаються з ряду регіональних ринків, які утворюються фінансовими центрами в окремих регіонах миру або даної країни.

*Міжнародний валютний ринок* охоплює валютні ринки всіх країн світу і представляє собою ланцюг тісно зв'язаних між собою системою кабельних і

супутникових комунікацій світових регіональних валютних ринків. Між ними існує перелив засобів, залежно від поточної інформації й прогнозів ведучих учасників ринку щодо можливого положення окремих валют.

*Внутрішній валютний ринок* – це валютний ринок однієї держави, тобто ринок, що функціонує всередині конкретної країни. Внутрішній валютний ринок складається із внутрішніх регіональних ринків. До них відносяться валютні ринки із центрами в міжбанківських валютних біржах.

В залежності від операцій, що здійснюються на ринку, виділяють ринок конверсійних валютних операцій (поточні, термінові, операцій своп, валютний арбітраж) та ринок операцій із залучення та розміщення валютних коштів (кредитні, депозитні, операції з цінними паперами, лізингові, форфейтингові, факторингові операції). Найчастіше під валютним ринком розуміють саме ринок конверсійних валютних операцій.

Крім того, в залежності від умов поставки валюти валютний ринок може бути готівковим або безготівковим. З розвитком валютного ринку питома вага безготівкових валютних операцій має тенденцію до зростання; готівковий валютний ринок, як правило, обслуговує валютні інтереси фізичних осіб.

Валютний ринок вважається більш розвинутим, якщо він представлений не одним, а декількома сегментами, оскільки в такому разі забезпечується більш ефективна реалізація його функцій і більш повне задоволення потреб учасників ринку. Однак суттєвим недоліком розгалуженої структури валютного ринку є те, що виникає можливість проведення спекулятивних валютних операцій, заснованих на різниці валютних курсів на різних сегментах ринку. Здійснення валютних спекуляцій може негативно вплинути на рух валютного курсу і порушити рівновагу валютного ринку.

## **2. Сучасні тенденції розвитку світового валютного ринку.**

Світові валютні ринки концентруються у світових фінансових центрах, тобто місцях зосередження банків, спеціалізованих фінансово-кредитних інститутів, у яких здійснюють міжнародні кредитні, валютні та інші фінансові операції. Провідними світовими фінансовими центрами вважаються валютні ринки Лондона, Нью-Йорка, Франкфурта-на-Майні, Парижа, Цюриха, Токію. На початку ХХІ століття більша частина міжнародних валютних операцій здійснювалися на трьох світових валютних ринках: лондонському, нью-йоркському, токійському.

Сучасний розвиток світових валютних ринків характеризуються наступними *особливостями*:

1. Відбувається посилення інтернаціоналізації валютних ринків на базі інтернаціоналізації господарських зв'язків, широкого використання електронних засобів зв'язку і здійснення міжнародних операцій та розрахунків за ними.

2. Валютні операції здійснюються безперервно протягом доби послідовно у всіх частинах світу.

3. Техніка укладання та виконання валютних угод є уніфікованою, розрахунки здійснюються через кореспондентські рахунки банків.

4. Спостерігається зростання нестабільності валютних курсів, динаміка яких не завжди залежить від фундаментальних економічних чинників, а часто обумовлюється кон'юнктурними факторами впливу.

5. Широкий розвиток отримали валютні операції з метою страхування валютних і кредитних ризиків. При цьому валютні операції, що раніше відбивалися в банківських балансах, замінюються терміновими та іншими валютними операціями, які враховуються на позабалансових статтях.

6. Обсяги спекулятивних і арбітражних операцій набагато перевищують масштаби валютних операцій, пов'язаних з комерційними операціями; кількість їх учасників різко зросла і включає не тільки банки і ТНК, але й інших юридичних і навіть фізичних осіб [78].

Світовий валютний ринок за обсягами операцій традиційно перевершує показники оборотів на інших сегментах фінансового ринку, а отже – залишається найбільш ліквідним і по-справжньому глобальним ринком фінансових інструментів. Наприкінці 90-х рр. ХХ ст. щоденний оборот торговців валютою на міжнародних ринках складав більше 1000 млрд. дол. США (за деякими оцінками цей показник становив 1500 млрд. дол. США). У 2010 р. цей показник перевищив 5000 млрд. дол., а у 2016 р. – 6500 млрд. дол. США. З 1998 р. по сьогодні показники середньодобових оборотів на провідних світових валютних ринках зросли в кілька разів (таблиця 7.2).

Таблиця 7.2

**Середньодобові обороти на найбільших світових валютних ринках у 1998-2016 рр., млрд. дол.**

<i>Країна</i>	<i>1998</i>	<i>2004</i>	<i>2010</i>	<i>2016</i>
Великобританія	637	753	1854	2406
США	351	461	904	1272
Сінгапур	139	125	266	517
Гонконг	79	102	238	437
Японія	136	199	312	399
Франція	72	64	152	181
Швейцарія	82	79	263	156
Австралія	47	81	192	121
Німеччина	94	118	109	116
Данія	28	42	120	101
Канада	38	59	62	86

З точки зору регіональної структури валютних угод світовий валютний ринок є достатньо концентрованим: більша частка всіх валютних угод укладається на двох регіональних ринках – британському (37%) та північноамериканському (20%). Найбільший обсяг валютних операцій на суму понад 2400 млрд. дол. США щодня здійснюється в Лондоні. В цілому три головні фінансові центри (Лондон, Токіо і Нью-Йорк) разом здійснюють близько 40% світових валютних операцій. Причому лондонський ринок займає ключову позицію не тільки в історичному плані, але й завдяки його центральному розміщенню в основні години здійснення угод, а також великим технологічним та організаційним можливостям для проведення операцій.



Учасниками світового валютного ринку насамперед є банки (комерційні, транснаціональні), що здійснюють основні операції за заявкою своїх клієнтів – експортерів та імпортерів, інвестиційних фондів, страхових компаній, хеджерів та спекулянтів. У банках акумулюються кошти клієнтів, якими вони можуть управляти, до того ж вони виконують операції й у своїх інтересах за рахунок власних коштів.

Головними валютами, що торгуються на світовому валютному ринку, є ключові та тверді валюти: долар США (USD), євро (EUR), японська єна (JPY), англійський фунт стерлінгів (GBP), австралійський долар (AUD), канадський долар (CAD), швейцарський франк (CHF), а в останні роки – китайський юань (CNY). При цьому валютна структура є переважно моноцентричною – близько 40% угод укладаються з долларом США.

Розвиток існуючих та поява нових інструментів валютної торгівлі призвели до ускладнення структури світового валютного ринку. В історичному аспекті першими валютними операціями були поточні угоди або угоди з негайною поставкою. З 70-80-х рр. ХХ ст. поступово починає розвиватися строковий сегмент торгівлі валютою, в результаті чого формується ринок валютних деривативів. На сучасному етапі близько 33% торгівлі валютою на світовому валютному ринку припадає на поточні угоди, інша частка – це торгівля форвардними контрактами, валютними ф'ючерсами, опціонами і свопами (табл. 7.3).

Таблиця 7.3

**Динаміка та структура середньодобових оборотів на світовому валютному ринку в розрізі типів валютних угод у 2004-2016 рр.**

Обсяги операцій	2004	2007	2010	2013	2016
<i>млрд. дол.</i>					
Угоди спот	631	1005	1489	2047	1652
Форвардні угоди	209	362	475	679	700
Валютні свопи	975	1745	1802	2294	2460
Валютні опціони	117	212	207	337	254
<b>Всього</b>	<b>1932</b>	<b>3324</b>	<b>3973</b>	<b>5357</b>	<b>5066</b>
%					
Угоди спот	33	30	38	38	33
Форвардні угоди	11	11	12	13	14
Валютні свопи	50	52	45	43	48
Валютні опціони	6	7	5	6	5
<b>Всього</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

В цілому, розвиток світового валютного ринку характеризується суперечливими тенденціями. З одного боку, зі зростанням масштабів торгівлі на світових валютних ринках, з поглибленням їх інтернаціоналізації і появою нових об'єктів торгівлі одночасно підвищується й ступінь їх нестабільності і зростають ризики учасників торгівлі. З іншого боку, валютний ринок надає все більше можливостей для хеджування цих ризиків, переважно за рахунок торгівлі валютними деривативами, попит на які постійно зростає.

### 3. Розвиток валютного ринку в Україні.

Розвиток валютного ринку в Україні розпочався після проголошення незалежності держави. За своєю функціональною діяльністю валютний ринок в Україні не відрізняється від інших міжнародних та національних валютних ринків. Головна його мета полягає в збалансуванні попиту на іноземну валюту та її пропозиції та в обслуговуванні платіжного балансу держави. Але якщо головне призначення валютного ринку України збігається з метою функціонування валютних ринків інших країн, то його організація і структура має свої характерні риси.

Еволюція валютного ринку України, у порівнянні з ринками розвинутих країн світу, є достатньо короткою. При цьому єдиного підходу до періодизації еволюції не існує, оскільки в основу виділення етапів розвитку валютного ринку України різні науковці закладають різні критерії, а саме: динаміка обмінного курсу гривні відносно іноземних валют, особливості організації та структури національного валютного ринку, специфіка валютного регулювання тощо. Враховуючи сучасні наукові підходи до періодизації розвитку валютного ринку і з урахуванням загального його стану можна виділити етапи його еволюції, представлені у табл. 7.4.

З точки зору використовуваного режиму курсоутворення у розвитку національного валютного ринку можна виділити наступні етапи:

- 1) 1991-1994 рр. – період фіксації обмінного курсу (спочатку до рубля, згодом – до долара США);
- 2) 1995-1999 рр. – період використання режиму валютного коридору;
- 3) 2000-2007 рр. – період використання режиму плаваючого валютного курсу *de jure*;
- 4) 2008 р. – теперішній час – період використання режиму плаваючого валютного курсу *de facto*.

Суттєвим недоліком політики курсоутворення в Україні є неспівпадання *de jure* і *de facto* режимів валютного курсу. Така ситуація в цілому зменшує довіру до валютної політики НБУ і негативно оцінюється з боку Міжнародного валютного фонду, оскільки означає недостатню прозорість та відкритість валютного регулювання.

В залежності від особливостей організації та регулювання структури національного валютного ринку в процесі його формування виокремлено кілька етапів. На першому етапі валютний ринок України був майже нерозвиненим і складався з одного сегменту. З початку створення українського валютного ринку його специфіка полягала в тому, що він був представлений переважно ринком готівкових валютних операцій. Оскільки основними суб'єктами готівкового валютного ринку є фізичні особи, то обсяги національного валютного ринку на той час були досить незначними. Водночас, нерозвиненість банківського сектору робила практично неможливим здійснення безготівкових валютних операцій для забезпечення розрахунків за зовнішньоторговельними контрактами.

Таблиця 7.4

## Етапи еволюції валютного ринку України

Назва етапу	Період	Характеристика
Період зародження	1991-1994 рр.	Етап характеризувався впровадженням тимчасової національної грошової одиниці, появою українського валютного ринку, становленням регулюючих органів та формуванням законодавчої бази функціонування ринку. Початок цього періоду відмічався значними темпами девальвації національної валюти та наступною фіксацією її курсу зі створенням подвійного ринку.
Період активного формування	1995-1997 рр.	Етап характеризувався впровадженням повноцінної національної валюти, лібералізацією валютних операцій, стабілізацією інфляційних процесів національної грошової одиниці і валютного курсу. Впродовж 1996-1997 років спостерігається ревальвація реального курсу гривні. НБУ використовував ринкові інструменти регулювання валютного ринку.
Кризовий період	1998-1999 рр.	Етап характеризувався розвитком фінансової кризи та значною девальвацією національної валюти, що виявило приховані проблеми та недосконалість механізму функціонування валютного ринку. НБУ впроваджено нові правила функціонування ринку, які обмежили спекулятивні можливості банків та сприяли стабілізації ситуації у валютній сфері.
Період відновлення	2000-2004 рр.	Відбувається поступове відновлення валютного ринку після кризового періоду. Україна офіційно переходить до режиму плаваючого валютного курсу.
Період лібералізації	2005-2007 рр.	Розвиток валютного ринку пов'язаний як із загальноекономічною стабілізацією, так і з сприятливими умовами на зовнішніх ринках, що створило можливості для ревальвації гривні. Спостерігається нарощування валютних резервів країни та продовжено практику лібералізації валютних операцій.
Період глобальної фінансової кризи	2008-2012 рр.	На протязі цього етапу розвиток зовнішньоекономічного сектору України, а відповідно й національного валютного ринку зазнав значних змін, основою чого була світова фінансова криза. Спостерігається різке зниження курсу гривні, скорочення валютних резервів НБУ та впроваджуються валютні обмеження.
Період реформування	2013 р. – теперішній час	Етап, пов'язаний із реформуванням валютного ринку на фоні загострення соціально-політичної ситуації та військових дій на сході країни, зростанням зовнішньоторгового навантаження на національну економіку, складними відносинами з Міжнародним валютним фондом.

Другий етап становлення структури валютного ринку характеризується появою нового його сегменту, а саме біржового ринку. Спочатку біржовий сегмент був представлений валютною біржею, яка функціонувала як структурний підрозділ Національного банку України. Однак із подальшим розвитком цього ринку і збільшенням обсягів операцій виникла потреба у створенні самостійної структури, через яку здійснювалася б валютна політика держави. У зв'язку з цим 8 липня 1993 р. було прийнято Постанову Правління НБУ №50 «Про Українську міжбанківську валютну біржу» (УМВБ), в якій було визначено форми діяльності біржового валютного ринку в Україні.

Третій етап формування структури ринку валютних операцій характеризується тим, що з розвитком банківської системи й у зв'язку з

лібералізацією валютної торгівлі у травні 1995 р. з'явилося ще два сегмента валютного ринку – міжбанківський ринок, де угоди почали укладатися безпосередньо між банками, уповноваженими на здійснення валютних операцій, і ринок міжнародних валютних операцій. Із появою цих сегментів ринку можна вважати, що структура українського валютного ринку повністю сформувалася. В результаті, на той час валютний ринок України складався з чотирьох великих сегментів: біржового ринку; позабіржового або міжбанківського ринку; ринку продажу готівки та ринку міжнародних операцій. Більша частина валюти продавалася на міжбанківському ринку, що є закономірним процесом: система торгівлі валютою на українському ринку наблизилася до практики торгівлі на світовому валютному ринку, де також переважний обсяг операцій здійснюється на міжбанківському сегменті.

Четвертий етап трансформації організаційної структури валютного ринку України пов'язаний із зникненням з його складу сегменту міжнародних валютних операцій у 1998 році. Це відбулося головним чином через розвиток світової валютно-фінансової кризи, внаслідок якої було значно ускладнено діяльність провідних світових фінансових центрів. Одночасно зі зникненням міжнародного сегменту відбулося значне розширення міжбанківського валютного ринку.

Емпіричний досвід роботи валютних ринків показує, що чим більше сегментів ринку існує в державі при нестабільному курсі, тим більше є передумов для проведення валютних спекуляцій. Паралельна робота біржового та міжбанківського ринку в 1997-1998 рр. та досить ліберальна валютна політика під час валютних криз призводили до валютних потрясінь. Однак наприкінці 1998 року ситуація на валютному ринку стала різко погіршуватися, що стало результатом як розвитку світової валютно-фінансової кризи, так і проблемами на внутрішньому ринку. «Втеча» капіталу з фінансового ринку України, втрата резервів НБУ, підвищений попит на іноземну валюту викликали необхідність впровадження з боку НБУ адміністративних заходів, спрямованих на обмеження діяльності суб'єктів валютного ринку, зокрема, були заборонені всі операції на міжбанківському валютному ринку та посилений порядок купівлі валюти на Українській міжбанківській валютній біржі.

Внаслідок цих заходів наприкінці 1998 року операції з валютою здійснювались тільки на валютних біржах. Однак МВФ вважав, що курсоутворення на біржовому ринку не є ринковим, тому на початку 1999 року були усунені обмеження на проведення операцій на валютному ринку України, зокрема, повністю поновлено роботу міжбанківського валютного ринку. Однак ця лібералізація валютного ринку мала й негативні наслідки. Так, була фактично припинена робота Української міжбанківської валютної біржі, оскільки всі поточні валютні операції укладалися на міжбанківському валютному ринку, а на форвардні і ф'ючерсні операції продовжувала діяти заборона.

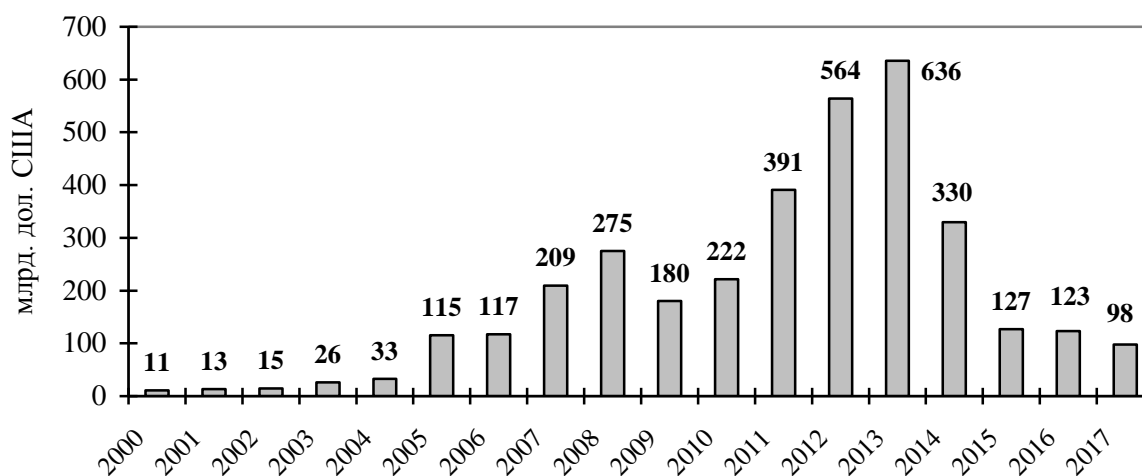
П'ятий етап формування структури національного валютного ринку спостерігається з початку 1999 року. Протягом цього періоду в Україні працювало тільки два сегменти валютного ринку – міжбанківський ринок і ринок продажу готівки. Однак відсутність резервів і необхідність стабілізації

національної грошової одиниці в умовах курсових коливань примусили НБУ вдатися до жорсткого обмеження купівлі валюти комерційними банками на міжбанківському ринку і заборони проведення спекулятивних операцій. У результаті в період 1999-2004 рр. міжбанківський валютний ринок функціонував в умовах значних обмежень.

Шостий етап, який розпочався у 2005 р., характеризувався поступовою лібералізацією валютного ринку та пом'якшенням окремих норм валютного контролю. Для збалансування міжбанківського ринку НБУ скасував норматив обов'язкового продажу валютної виручки експортерів; запровадив індикативні параметри інтервенцій на міжбанківському ринку; спростив процедуру торгів на міжбанківському ринку (дозволив банкам протягом однієї сесії як купувати, так і продавати валюту; конвертувати іноземні валюти першої групи Класифікатора в іноземні валюти другої групи і навпаки; проводити форвардні операції за умови реального постачання активу); розширив тимчасові межі торгових сесій тощо.

Сучасний етап формування структури валютного ринку характеризується поступовою сегментацією ринку валютних операцій та відновленням біржового сегменту, який наразі представлено ПрАТ «Українська міжбанківська валютна біржа». Отже, протягом всього періоду свого розвитку валютний ринок України змінював структуру від практично односегментного утворення, представленого тільки ринком готівкових операцій, до більш розвинутого ринку, в структурі якого функціонували міжбанківський, біржовий, готівковий та міжнародний сегменти. У той же час, структура сучасного валютного ринку України порівняно з валютними ринками розвинутих країн є недостатньо розгалуженою, досі нерозвинутим за світовими мірками залишається сегмент строкових валютних операцій та валютних свопів.

Стан валютного ринку та динаміка його показників багато у чому віддзеркалюють загальний стан національної економіки та зовнішньоекономічні позиції країни. Пікових показників обсяги валютного ринку досягли у 2013 р., після чого ринок вийшов на етап спаду. У 2017 р. обсяги торгівлі на валютному ринку знаходилися приблизно на рівні 2005-2006 рр. (рис.7.2).



**Рис. 7.2. Обсяги операцій на міжбанківському валютному ринку України (у доларовому еквіваленті) у 2000-2017 рр.**

Суттєвою проблемою залишаються значні масштаби валютних операцій на «чорному ринку», головними чинниками зростання якого є: жорсткі адміністративні обмеження на офіційному валютному ринку; впровадження податків чи інших обов'язкових зборів з валютообмінних операцій; високі темпи інфляції, її непередбачуваний характер; недовіра до національної грошової одиниці, високі девальваційні очікування; недовіра до банківської системи тощо.

Разом із тим, у інституційному забезпеченні функціонування валютного ринку вже сьогодні відбуваються позитивні зміни. Так, довгий час суттєвим недоліком нормативно-правового забезпечення валютних операцій та регулювання валютного ринку була відсутність законодавчого акту, який би регламентував ці сфери. Базовим документом виступав Декрет Кабінету Міністрів України «Про систему валютного регулювання і валютного контролю». З прийняттям у 2018 році нового Закону України «Про валюту і валютні операції» цей недолік інституційної бази розвитку валютного ринку був ліквідований (відповідно, з лютого 2019 року Декрет Кабінету Міністрів України «Про систему валютного регулювання і валютного контролю» повністю втратив чинність).

Аналізуючи положення нового Закону, експерти стверджують, що він має суттєві позитивні риси порівняно із Декретом у частині: конкретизації переліку принципів валютного регулювання; порядку ліцензування валютних операцій і декларування валютних цінностей; вимог щодо реєстрації кредитів із-за кордону; обсягу валютних операцій (табл.7.5). В цілому, порівняно із Декретом Кабінету Міністрів України «Про систему валютного регулювання і валютного контролю», який містить досить жорсткі обмеження на здійснення валютних операцій та їх регламентацію, новий Закон України «Про валюту і валютні операції» передбачає спрощення багатьох процедур валютного ринку.

В останні роки Україна активно інтегрується до міжнародних фінансових ринків, і наслідки глобалізаційних процесів стають дедалі більш відчутними для українського валютного сектору. Позитивний чи негативний вектор змін від фінансової глобалізації залежить від рівня розвитку національної фінансової, зокрема, валютної системи країни. Зважаючи на той факт, що чим могутніша фінансова система країни, тим більше позитивних результатів вона може отримати від процесу глобалізації, в Україні слід виробити політику, що здатна протистояти викликам фінансової глобалізації, запобігти негативним наслідкам цього процесу. Досвід функціонування розвинутих валютних ринків показує, що ключовими вимогами, які необхідні для успішного функціонування валютного ринку, є наступні:

- 1) забезпечення високого рівня ліквідності (мається на увазі як міжнародні валютна ліквідність країни та ліквідність уповноважених банків, так і ліквідність валютного ринку);

- 2) забезпечення дії механізму вирівнювання та врівноваження (валютна політика має сприяти підтримці збалансованих міжнародних платежів, врівноваженню платіжного балансу, попиту і пропозиції іноземної валюти);

- 3) довіра до національного валютного ринку.

Таблиця 7.5

**Порівняльна характеристика Декрету Кабінету Міністрів України «Про систему валютного регулювання і валютного контролю» та Закону України «Про валюту і валютні операції»**

<i>Критерій</i>	<i>Декрет</i>	<i>Закон</i>
<i>Принципи валютного регулювання</i>	Конкретний перелік принципів відсутній. Зазначено, що НБУ здійснює валютне регулювання, виходячи з принципів загальної економічної політики України.	Уперше визначено конкретні принципи, що визначають права суб'єктів валютних операцій та заходи досягнення ефективності валютного регулювання
<i>Порядок ліцензування валютних операцій</i>	Передбачає видачу НБУ генеральних та індивідуальних ліцензій на здійснення валютних операцій, що підпадають під режим ліцензування.	Передбачає видачу лише банківських ліцензій. Ліцензії на здійснення валютних операцій вважаються безстроковими. На здійснення валютних операцій фізичними особами отримувати індивідуальну ліцензію не потрібно.
<i>Порядок декларування валютних цінностей</i>	Передбачає обов'язкове декларування валютних цінностей та іншого майна резидентів України, що знаходиться за межами України	Декларування валютних цінностей скасовано.
<i>Вимоги щодо реєстрації кредитів із-за кордону</i>	Передбачає необхідність обов'язкової реєстрації відповідного договору в НБУ до моменту фактичного одержання резидентом-позичальником коштів за кредитом.	Встановлює, що суб'єкти валютних операцій зобов'язані надавати інформацію про ці операції уповноваженим установам, через які вони здійснюються.
<i>Обсяги валютних операцій</i>	Передбачає дозвіл на проведення валютних операцій, що передбачені законодавством.	Передбачає можливість проведення будь-яких валютних операцій, що не заборонено чинним законодавством України.

Окремі заходи, необхідні для забезпечення стабільного розвитку національного валютного ринку та його успішної інтеграції до світового валютного простору, поступово впроваджуються (дозвіл коливань обмінного курсу гривні; зорієнтованість НБУ на скорочення присутності на валютному ринку і зменшення масштабів офіційних інтервенцій; поступове поповнення валютних резервів; удосконалення інституційної бази валютного регулювання, зокрема, прийняття Закону України «Про валюту і валютні операції»).

Водночас, особливої уваги сьогодні потребують стратегічні заходи довгострокової політики, спрямовані на повернення довіри до національної валюти, подальшу помірну лібералізацію валютного регулювання, розвиток структури та інфраструктури валютного ринку. Повноцінна та результативна політика розвитку національного валютного ринку буде можливою лише на фоні загальної макроекономічної та соціально-політичної стабільності в країні, а також за відсутності впливу зовнішніх чинників, зокрема, загострення глобальної фінансової кризи, валютних криз у сусідніх державах та країнах-торговельних партнерах України, волатильності світових валютних ринків. При

цьому для отримання реального ефекту від імплементації політики розвитку національного валютного ринку, вона має супроводжуватися реалізацією адекватних заходів грошово-кредитної, фіскальної, зовнішньоторгової та зовнішньоекономічної політики.

### **Контрольні питання до теми 7**

1. Розкрийте сутність та підходи до визначення валютних ринків. З'ясуйте функції валютних ринків.
2. Визначте передумови, що сприяли формуванню та розвитку валютних ринків.
3. Охарактеризуйте різновиди валютних ринків в залежності від різних критеріїв класифікації.
4. Які відмінності характеризують організацію та розвиток валютних ринків в країнах з різними типами соціально-економічних системи?
5. Назвіть та охарактеризуйте суб'єктів валютного ринку.
6. З яких рівнів складається система світового валютного ринку?
7. Визначте особливості сучасних валютних ринків.
8. Охарактеризуйте розвиток національного валютного ринку в Україні.



## ТЕМА 8. ВАЛЮТНІ ОПЕРАЦІЇ

1. Сутність, цілі та види поточних валютних операцій. Валютна позиція.
2. Форвардні валютні угоди.
3. Ф'ючерсні операції.
4. Опціонні валютні контракти.
5. Валютні угоди типу «своп».
6. Спекулятивні валютні операції. Валютний арбітраж.

### 1. Сутність, цілі та види поточних валютних операцій. Валютна позиція.

Міжнародна діяльність, здійснювана різними економічними агентами (фірмами, підприємствами малого і середнього бізнесу, корпоративними структурами, фізичними особами), створює потребу в купівлі або продажу іноземних валют. Швидкий розвиток міжнародної економічної діяльності призвів до значного розвитку валютних ринків, на яких здійснюються валютні операції. Основний обсяг валютних операцій припадає на комерційні банки. Вони формують міжбанківський валютний ринок через проведення всього спектру операцій з іноземною валютою як для задоволення потреб клієнтів, так і для власних потреб.

*Валютними операціями* називають банківські операції, пов'язані з переходом права власності на валюту та валютні цінності.

Валютні операції також розглядаються як використання валюти в якості засобу платежу, вивезення, ввезення, переказу валютних цінностей, отримання та видачі кредитів, нарахування процентів, дивідендів, отримання інвестицій, придбання цінних паперів. Валютні операції, здійснювані сучасними банками, умовно можна розділити на дві великі підгрупи, з погляду на характеристики сторін, що беруть участь в операції:

- операції між банком і його клієнтами, в яких клієнт-замовник бажає купити або продати деяку суму валюти з метою забезпечення зовнішньоторговельної операції або в чисто спекулятивних цілях;
- міжбанківські операції, в яких беруть участь тільки банки між собою.

В цілому, сутність валютних операцій може розглядатися у широкому та вузькому розумінні. Валютні операції в широкому сенсі представляють собою будь-які банківські операції з іноземною валютою. У вузькому розумінні до валютних операцій відносять тільки конверсійні угоди.

*Конверсійні операції* – це угоди агентів валютного ринку з купівлі-продажу (конверсії) певних сум грошей однієї країни на валюту іншої країни за погодженим курсом на певну дату.

Валютні операції, що здійснюються комерційними банками, можуть бути поточними і терміновими. Основними видами поточних валютних операцій

(операцій з негайною поставкою), що здійснюються банками, є касові операції в готівковій і безготівковій формах. Готівкові операції проводяться обмінними пунктами банків, а безготівкові – самими банками.

До *поточних операцій* відносять операції з коротким терміном валютування (поставкою валюти) – в межах трьох робочих днів. Розрізняють наступні види поточних операцій:

- *tod* – тод (поставка валюти відбувається в день укладання угоди);
- *tom* – том (поставка валюти здійснюється наступного робочого дня після укладання угоди);
- *spot* – спот (поставка валюти проводиться на другий робочий день від дня укладання угоди).

Термін «операція спот» є загальним терміном для позначення поточних валютних операцій. За угодами спот поставка валюти здійснюється на рахунки, вказані банками, що отримують кошти. Дводенний термін переказування валют за укладеною угодою обумовлювався труднощами здійснення його в коротший термін. Однак значне поширення засобів зв'язку, систем електронних міжбанківських переказів, комп'ютерної обробки операцій надало змогу значно прискорювати переказування валюти. В результаті з'явилися поточні операції з більш коротким строком валютування (тод, том).

Поточні валютні операції становлять основну частину валютних операцій. При укладанні конверсійної валютної угоди використовуються дві дати: дата валютування і дата угоди (операції).

*Дата валютування (value date)* – дата виконання умов угоди, тобто фізичного переміщення коштів. Датою валютування даної валюти можуть бути тільки робочі дні, крім вихідних і святкових.

*Дата операції* – це дата укладання угоди, коли продавець погоджується продати, а покупець придбати відповідну іноземну валюту [81].

Поточним конверсійним операціям відповідає поточний курс або спот-курс. Курси валют на спот ринку є базовими для розрахунку курсів всіх термінових угод. При зміні курсу спот змінюється котирування угод з деривативами.

Використання різних за строком видів поточних валютних операцій може бути пов'язане з інтересами клієнтів банків або з особливостями торгівлі валютою в різних країнах. Так, основні торги по українській гривні до американського долара проводяться з датою валютування «тод». Це пов'язане з тим, що в Україні банки встигають підготувати всі платіжні документи і розрахуватися національною валютою в день укладення угоди, а розрахунки в доларах США американські банки починають проводити тоді, коли в Європі вже вечір (звідси, у банків-контрагентів є реальний час, щоб підготувати необхідні документи і відправити валюту). З іншого боку, поточні операції з євро, англійським фунтом стерлінгів, швейцарським франком до гривні українські банки, як правило, проводять із датою валютування «том», оскільки європейські банки починають працювати практично одночасно з українськими банками і їм потрібен час для опрацювання платіжних документів. Поточна конверсія долара США в канадські долари буде здійснюватися на умовах

валютування «том», що пояснюється близьким географічним розташуванням США і Канади [81].

На валютному ринку можуть виникати відхилення від прийнятих правил визначення дати спот (святкові дні в країні однієї з валют; технічні умови, які роблять неможливими розрахунки в певний день). У таких випадках банки визначають дату спот на перший робочий день, який є реальним розрахунковим днем для даної валютної пари.

Перед проведенням валютної операції банк здійснює усесторонній аналіз, який включає вибір обмінюваних валют, виявлення динаміки курсів, фіксацію курсів, визначення суми обміну і документальне оформлення операції. Для банків важливим моментом є також обґрунтування доцільності забезпечення коротких або довгих валютних позицій. Банк, що продає валюту, враховує суму вимог, тобто суму валютних надходжень від операцій по купівлі валюти, і суму зобов'язань, продажу валюти; облік ведеться по кожній валюті. Сформоване співвідношення вимог і зобов'язань характеризує валютну позицію.

*Валютна позиція банку* – це співвідношення (різниця) між сумою активів та позабалансових вимог у певній іноземній валюті та сумою балансових та позабалансових зобов'язань у певній іноземній валюті.

*Активи та позабалансові вимоги* – це активи, які обліковуються на певний день у балансі, тобто є у розпорядженні банку на цей час, та активи, які банк одержить у майбутньому (купівля певної валюти за терміновими угодами та майбутні надходження у валюті у вигляді доходу).

*Балансові та позабалансові зобов'язання* – це зобов'язання банку на певний день у балансі перед клієнтами та контрагентами та зобов'язання банку у майбутньому (продаж певної валюти за терміновими угодами і майбутні збитки в певній валюті) [81].

Валютна позиція банку може бути закритою та відкритою.

*Закрита валютна позиція* формується, коли сума активів та позабалансових вимог збігається із сумою балансових та позабалансових зобов'язань у кожній іноземній валюті.

*Відкрита валюта позиція* формується, якщо сума активів та позабалансових вимог у певній іноземній валюті не збігається із сумою балансових та позабалансових зобов'язань у цій самій валюті.

Відкрита валютна позиція може бути довгою або короткою. У довгій позиції має місце перевищення вимог над зобов'язаннями, тобто купівля валюти перевищує її продаж; при короткій – зобов'язання (сума проданої валюти) перевищують вимоги (надходження) валюти і виникає нестача по даній валюті. Відкрита валюта позиція містить додатковий ризик у разі зміни валютного курсу. Банк із довгою відкритою позицією може зазнати втрат у разі підвищення курсу національної валюти проти іноземної. Банк із короткою відкритою позицією може зазнати втрат у разі підвищення курсу іноземної валюти проти національної.

На розмір відкритої валютної позиції банку можуть впливати:

- купівля та продаж готівкової та безготівкової іноземної валюти, усі строкові угоди;

- одержання іноземної валюти у вигляді доходів або витрат та нарахування доходів і витрат, які обліковуються на відповідних рахунках;
- купівля та продаж основних засобів та ТМЦ за іноземну валюту;
- надходження коштів в іноземній валюті до статутного фонду;
- погашення банком безнадійної заборгованості в іноземній валюті (списання якої здійснюється з відповідного рахунку витрат);
- формування резервів в іноземній валюті за рахунок витрат;
- інші обмінні операції з іноземною валютою [81].

За кожною іноземною валютою визначається підсумок за всіма балансовими і позабалансовими активами та зобов'язаннями банку і в разі необхідності відкривається довга (зі знаком плюс) чи коротка (зі знаком мінус) валютна позиція. Будь-яка конверсійна операція, проведена банком, в якій беруть участь дві валюти, змінює його валютну позицію.

Валютні операції з негайною поставкою є наймобільнішим інструментом валютної позиції і містять у собі відповідний ризик. Зміна курсу може зумовити або великі прибутки, або великі збитки. Для запобігання ризикам валютні дилери проводять економічний (фундаментальний) та технічний аналіз руху курсу. У результаті аналізу вони віддають перевагу довгій або короткій позиціям для конкретної валюти, щодо якої вони укладають угоду. При появі нових повідомлень протягом дня оцінка тенденцій валютного ринку дилерами та напрямки валютних операцій можуть неодноразово змінюватись.

Дилери банків укладають поточні валютні угоди по телефону або за допомогою транзакційної системи Reuters Dealing. Якщо угода здійснюється по телефону, її основні параметри дилер записує вручну, заповнюючи так званий тікет. При укладанні угоди за допомогою Reuters Dealing тікет формується автоматично.

*Тікет* представляє собою документ встановленої форми, в якому вказуються усі параметри угоди. На кожную операцію дилер виписує окремий тікет.

При укладанні поточного контракту валютні дилери обговорюють наступні основні параметри угоди:

- суми і валюти операції;
- курс здійснення угоди;
- дата валютування;
- основна траса платежу і реквізити контрагентів.

Якщо дилери уклали угоду й обумовили її основні реквізити, то потім зміни можна вносити тільки за згодою сторін.

Часто комерційні банки проводять по кілька операцій в день, при цьому в них виникають зустрічні платежі в однакових валютах. Для зменшення операційного та кредитного ризику, для економії часу та скорочення транзакційних витрат банки використовують взаєморозрахунки на основі неттингу.

*Неттинг* – це взаємозалік зобов'язань між банком та банками-контрагентами за кожною валютою, з якою проводяться операції.

Взаємозалік вимог та зобов'язань банків здійснюється на кожен дату валютування, зазначену під час укладання валютообмінних угод. При цьому суми, що виплачуються одним і тим самим банком в одній і тій же валюті, з однією і тією ж датою валютування, мають підсумовуватися; якщо загальна сума зобов'язань одного банку в одній валюті перевищує загальну суму зобов'язань іншого банку в цій самій валюті, різниця виплачується стороною, яка має більшу суму зобов'язань; якщо загальні суми зустрічних платіжних зобов'язань банків в одній і тій самій валюті на встановлену дату валютування дорівнюють один одному, взаємозалік здійснюється без руху коштів [81].

Основною метою проведення поточних валютних операцій є забезпечення потреб клієнтів банків в іноземній валюті, конверсія іноземних валют, а також купівля-продаж валюти з метою отримання прибутку за рахунок різниці в курсах цих валют.

## 2. Форвардні валютні угоди.

В умовах плаваючих валютних курсів спостерігається підвищення ступеня нестабільності світових валютних ринків, що проявляється у збільшенні масштабів курсових коливань. Для страхування (хеджування) ризиків курсових коливань на ринку з'явилися нові інструменти – строкові валютні операції.

До *строкових операцій* належать угоди, при яких сторони домовляються про поставку обумовленої суми іноземної валюти в майбутньому за курсом, зафіксованим у момент їх укладання.

Курс валют за строковими угодами відрізняється від курсу за операціями спот. Хоча, як правило, напрямок динаміки курсів за поточними і строковими угодами збігається, це не виключає відповідної автономності зміни курсів за строковими угодами, особливо в період криз або спекуляцій з валютами.

В залежності від особливостей строкових угод сформувалися відповідні сегменти валютного ринку: ринок форвардних операцій, ринок ф'ючерсів, ринок опціонів.

**Форвардна операція** представляє собою угоду між двома контрагентами про майбутню купівлю або продаж певної кількості іноземної валюти в установленій термін (або протягом встановленого періоду) за раніше обумовленим курсом, яка укладається поза біржею.

Форвардні угоди є твердими (обов'язковими для виконання), звичайно укладаються з метою здійснення реального продажу або купівлі валюти та застосовуються для страхування ризику зміни курсу валют. Разом з цим форвардні операції можуть використовуватись і для проведення валютних спекуляцій на курсовій різниці.

Укладання форвардних угод – це послуга, що надається комерційним банком своїм клієнтам (експортерам та імпортерам), які здійснюють платежі або отримують кошти в іноземній валюті та бажають захистити себе від

валютного ризику. Цей вид послуг з'явився порівняно недавно (на початку 80-х років), але вони набули значного поширення в усьому світі завдяки своїй зручності [81].

Форвардні угоди є угодами типу ОТС (over-the-counter), тобто позабіржовими контрактами. На відміну від біржових угод, форварди не мають стандартизації щодо суми, строків виконання та переліку валют: вони можуть укладатися на будь-яку суму та на будь-який термін (від одного тижня до п'яти років, проте найбільш ліквідними є контракти терміном дії до одного року). Як правило, банк виставляє котирування форвардних курсів на так звані стандартні дати (більшість угод укладається на 1, 3 або 6 місяців): один тиждень; два тижні; один місяць; два місяці; три місяці; шість місяців; дванадцять місяців.

При укладанні форвардних контрактів, як і операцій спот, вживаються терміни «дата валютування» і «дата укладання». Дата валютування форвардного контракту визначається як: дата укладання плюс дата спот плюс термін дії форвардної угоди. Так, якщо у 25 липня укладається тримісячна форвардна угода, то датою валютування буде 27 жовтня. Якщо при укладанні угоди на стандартний термін дата спот припадає на останній день місяця, то і дата валютування припадає також на останній день місяця. У випадку, коли дата валютування припадає на вихідний або святковий день, то валютування відбудеться так само, як і валютування угоди на умовах спот (тобто датою валютування є наступний робочий день). Винятком є лише ті випадки, коли цей вихідний або святковий день є останнім днем місяця або року: тоді датою валютування вважається не наступний робочий день, а останній перед датою валютування [81].

Форвардний валютний курс розраховується в момент укладання угоди. В основі форвардного валютного курсу, який фіксується при укладанні контракту, лежить валютний курс спот на дату укладання угоди, скоригований на форвардні пункти (форвардну маржу), що називаються «премія» або «дисконт», які залежать від різниці процентних ставок за валютами, що беруть участь у контракті. Якщо форвардний курс валюти вище від поточного, для його визначення до спот-курсу додається форвардна премія. Якщо форвардний курс нижче поточного, він визначається відніманням від значення спот-курсу форвардного дисконту.

На дату виконання угоди курс спот, як правило, буде відрізнятись від курсу контракту, тому одна зі сторін контракту зазнає втрат, оскільки буде зобов'язана купити іноземну валюту за курсом, вищим за спот (або продати за нижчим курсом). При цьому компанія, яка є клієнтом банку, бажає вже на момент укладання контракту за зовнішньоторговельною операцією прорахувати свої надходження або платежі; вона не має на меті одержання прибутку за рахунок курсової різниці, а намагається захистити себе від несприятливої зміни валютного курсу шляхом хеджування ризиків.

Укладання форвардної угоди є безоплатним, тобто клієнт не сплачує банку комісійну або будь-яку іншу винагороду. Джерелом прибутку банку від форвардних операцій є різниця між курсом купівлі та продажу.

При котируванні форвардного курсу, як і при котируванні валютних курсів спот, використовуються такі само стандартні позначення. Наприклад, котирування шестимісячного форвардного курсу долара США до євро матиме такий вигляд:

EUR/USD 6m fwd 1,2785

Розраховувати двостороннє котирування форвардного курсу необхідно із застосуванням відповідних сторін котирування валютного курсу та процентних ставок (бід та офер).

Для визначення двох сторін котирування форвардного курсу обчислюється премія (дисконт) відповідно на купівлю та продаж:

$$Pm / \text{dis bid} = \frac{S_{\text{bid}} \times (R_c \text{ bid} - R_b \text{ offer}) \times D}{B \times 100 + R_b \text{ offer} \times D} \quad (8.1)$$

$$Pm / \text{dis offer} = \frac{S_{\text{offer}} \times (R_c \text{ offer} - R_b \text{ bid}) \times D}{B \times 100 + R_b \text{ bid} \times D} \quad (8.2)$$

де  $S_{\text{bid}}$ ,  $S_{\text{offer}}$  – курс спот (відповідно бід та офер);

$R_c$  – процентна ставка валюти котирування;

$R_b$  – процентна ставка бази котирування;

$D$  – кількість днів періоду;

$B$  – базова кількість днів у році (360 або 365).

Для визначення форвардного курсу використовують термін «курс аутрайт». Це означає, що покупець хоче в майбутньому купити (або продавець продати) певну суму валюти без проведення додаткових операцій. Цей термін використовують з метою уникнення плутанини в розумінні умов форвардної операції, якщо мають зважаючи на одну просту форвардну операцію на відміну від складної комбінації, пов'язаної з одночасним проведенням термінової і поточної операції (операції «своп»).

В практиці проведення строкових операцій застосовуються декілька видів форвардних контрактів. Так, залежно від умов виконання форвардні контракти бувають двох видів: фіксовані та з правом вибору дати.

*Фіксовані угоди (fixed forward)* – це контракти, в яких дата виконання чітко обумовлена між банком та клієнтом і не може бути змінена. Такі контракти укладаються, коли клієнту відома точна дата платежу за експортною чи імпоротною операцією. Але іноді клієнт банку не може точно знати дат платежу, тоді банк може запропонувати клієнту послугу, яка називається форвардним контрактом з правом вибору дати або форвардним опціоном.

*Форвардний опціон* – це контракт, який дає клієнту право купити або продати іноземну валюту у будь-який день між двома датами, що зазначені в контракті. Це не означає, що клієнт може уникнути виконання контракту (операція щодо здійснення купівлі-продажу валюти обов'язково має бути здійснена не пізніше дня закінчення контракту).

Розрахунок форвардного курсу за контрактом з правом вибору дати відбувається наступним чином: визначаються форвардні курси на початок та кінець контрактного періоду і з них обирається той, що є більш вигідним для банку. Отже, якщо за контрактом банк продає базову валюту, то курсом контракту обирається вищий з двох розрахованих курсів, якщо купує базову валюту, то обирається нижчий курс.

У зовнішній торгівлі часто виникають ситуації, коли дата платежу віддалена від дати укладання угоди на строк, який не співпадає зі стандартними термінами укладання форвардних угод, наприклад на 55 або 86 днів. Тоді укладаються так звані *угоди на ламану дату* (broken date). Термін виконання такої угоди лежить між двома стандартними термінами (коротким та довгим періодами). Премія/дисконт на ламану дату розраховується на базі форвардних пунктів двох стандартних дат:

$$fwd^{BD} = fwd^D - \frac{fwd^D - fwd^d}{D - d} \times (D - BD) \quad (8.3)$$

де  $fwd^{BD}$  – форвардні пункти на ламану дату;

$fwd^D$  – форвардні пункти довгого періоду;

$fwd^d$  – форвардні пункти короткого періоду;

$D$  – кількість днів довгого періоду;

$d$  – кількість днів короткого періоду;

$BD$  – кількість днів до ламаної дати [81].

Укладаючи з клієнтами форвардні угоди, банк зазвичай здійснює низку операцій для підтримання своєї позиції та з метою захисту від валютного ризику. Клієнт може ухилитися від виконання форвардної угоди, коли зміна курсу буде такою, що йому вигідніше буде сплатити штрафні санкції, ніж виконати свої зобов'язання за контрактом. Але переважна більшість клієнтів зацікавлена у збереженні добрих відносин з банком і тому намагається виконати умови форвардного контракту.

Іноді виникають ситуації, коли платіж за зовнішньоторговельною операцією, яка лежить в основі укладання форвардної угоди, відмінюється або переноситься на більш пізній термін. Якщо клієнт не може виконати своїх зобов'язань за форвардною угодою, то він має закрити цю угоду на ринку спот. Якщо за форвардним контрактом клієнт мав купити валюту, то він має її купити і відразу ж продати на ринку спот; якщо форвардна угода була укладена на продаж валюти банку, то клієнт має купити валюту за курсом спот і виконати форвардну угоду, продавши валюту за форвардним курсом. При цьому клієнт не зобов'язаний мати на своєму рахунку повну суму, що передбачалася форвардною угодою. При закритті форвардної угоди на ринку спот у клієнта на рахунку мають бути лише кошти для сплати різниці між операціями купівлі та продажу валюти.

У випадку, якщо зовнішньоторговельний платіж був не скасований, а лише відкладений, у клієнта виникає необхідність паралельно із закриттям форвардної угоди укладати нову, щоб покрити платіж за контрактом. У таких



випадках банк може запропонувати клієнту після закриття угоди на ринку спот не відкривати нової угоди, а продовжити стару. При укладанні нового контракту новий форвардний курс розраховуватиметься як курс спот на дату укладання, скоригований на форвардні пункти на відповідний термін. При продовженні форвардної угоди використовується так зване правило діагоналі, яке полягає в тому, що курс подовженої угоди розраховується як курс закриття попередньої угоди, скоригований на форвардні пункти по діагоналі. Курсом закриття є курс, що використовується для закриття форвардної угоди на ринку спот, тобто якщо початковий форвардний контракт укладався на купівлю валюти, то курсом закриття цього контракту буде курс спот продажу валюти на дату виконання, для контракту на продаж – курс спот купівлі.

Отже, при подовженні форвардної угоди клієнт має можливість укласти контракт за більш вигідним курсом. Однак банк не зобов'язаний подовжувати контракти. Подовження контракту відбувається лише за умови подання клієнтом до банку відповідних документів, що вказують на необхідність цього подовження (підтвердження перенесення терміну платежу). Як правило, банк погоджується на подовження контракту лише один раз, якщо ж термін платежу знову буде змінено, клієнту буде запропоновано відкрити новий контракт.

У випадку укладання контракту між банками-контрагентами (тобто на міжбанківському ринку) подовження контрактів з використанням правила діагоналі не використовується. За необхідності подовження дії форвардного контракту просто укладається нова угода.

### **3. Ф'ючерсні операції.**

Оскільки теоретично не існує гарантій виконання форвардної угоди, в практиці страхування валютних ризиків використовуються ф'ючерсні валютні операції. Контракт на поставку певного активу на узгоджену дату в майбутньому називають ф'ючерсним контрактом, якщо він враховує наступні вимоги:

- умови контракту є стандартизованими (тобто встановлюються біржею);
- сторони контракту вносять грошовий депозит і підтримують необхідний його розмір до дати виконання контракту, тим самим гарантуючи його виконання;
- виконання контракту здійснюється через розрахунково-клірингову палату біржі або розрахунково-кліринговий банк [81].

Датою виконання ф'ючерсного контракту вважається день, у який сторони повинні виконати його умови. Актив, що поставлено в день виконання відповідно до ф'ючерсного контракту, називають базовим активом. Це може бути матеріальний актив (нафта, газ, золото, срібло, зерно, олія та інші біржові товари) і тоді говорять про товарні ф'ючерси. Якщо згідно з контрактом здійснюється поставка фінансового активу, то ф'ючерсний контракт називають фінансовим ф'ючерсом. Різновидом фінансового ф'ючерса є ф'ючерсний валютний контракт.

**Ф'ючерні валютні операції** передбачають купівлю-продаж валют у майбутньому за раніше обумовленим курсом і здійснюються на біржових ринках.

Особливістю ф'ючерсних угод є те, що вони стандартизовані і поставка валют відбувається у визначені терміни. Поставка валюти за контрактом повинна здійснюватись через рахункову палату біржі, яка гарантує виконання зобов'язань за угодами всіма сторонами. Але, як правило, реальна поставка валюти за ф'ючерсними угодами не відбувається.

Необхідно розрізняти сторони ф'ючерсного контракту. Продавець ф'ючерсного контракту – це сторона, яка зобов'язана виконати поставку базового активу (займає коротку позицію). Покупець ф'ючерсного контракту – це сторона, яка зобов'язана перерахувати грошові кошти проти поставки активу (займає довгу позицію).

На ф'ючерсному ринку отримали поширення так звані офсетні угоди, тобто рівнозначні за обсягом протилежні угоди з тим же базовим активом. З їх допомогою можуть бути закриті довга або коротка позиції. Офсетна угода ліквідує попередню позицію, але при цьому виникають курсові прибутки або збитки, які визначаються на основі цін відкриття і закриття позиції та її обсягу.

*Розрізняють наступні види ф'ючерсних контрактів:*

1. Ф'ючерси з поставками – контракти, які закінчуються поставками базового активу.

2. Розрахункові ф'ючерси – ф'ючерси, які не передбачають поставки фінансового активу, а тільки взаєморозрахунки сторін в день виконання контракту. У цьому разі в день виконання угоди клірингова установа закриває всі існуючі позиції офсетними угодами за ціною, що дорівнює поточній ринковій ціні активу.

Всі умови ф'ючерсного контракту стандартизуються, тобто встановлюються біржею. Покупці і продавці контрактів погоджують тільки один параметр контракту – ціну, узгодження якої здійснюється відповідно до правил торгівлі, які суттєво різняться на різних біржах. Найпоширенішими валютами угод на ринках ф'ючерсів є долар США, євро, британський фунт, швейцарський франк, канадський долар, японська ієна.

В структурі ф'ючерсного ринку з точки зору мотивів діяльності розрізняють два типи осіб – хеджерів і спекулянтів. Хеджери купують і продають ф'ючерси з метою страхування позиції на ринку базового активу, оскільки в процесі основної діяльності вони виробляють або використовують базовий актив. Спекулянти купують і продають ф'ючерси тільки з метою отримання прибутку за рахунок різниці цін купівлі і продажу, вони не використовують і не виробляють базового активу в операційній діяльності [81].

Ціною покупки валютного ф'ючерсу є взаємно узгоджений між продавцем і покупцем обмінний курс, виражений в доларах США за одиницю іншої валюти, яка увійшла до стандартного переліку валют даної біржі. Вартість валютних ф'ючерсів оцінюють виходячи з принципу паритету валютних курсів і процентних ставок.

Різниця між ціною ф'ючерсного контракту і спот-курсом базового активу називається *базисом рівноваги* або просто *базисом*. Котирування ф'ючерсного контракту вище від поточної ціни базового активу називають терміном «contango», а котирування нижче ціни базового активу – «backwardation».

Біржа, яка здійснює торгівлю ф'ючерсними контрактами, має право встановлювати свій порядок проведення торгів. Відповідні правила біржової торгівлі містять наступну інформацію: учасники торгів; порядок оформлення заявок і здійснення операцій; права й обов'язки персоналу біржі та учасників торгів; регламент проведення торгів; визначення цін відкриття, закриття та розрахункових цін торгових сесій; облік позицій; ліквідація зобов'язань і виконання контрактів; надзвичайні ситуації; порядок інформаційного обміну.

На деяких біржах, наприклад, на Чиказькій товарній біржі, учасниками біржової торгівлі можуть бути тільки брокерські контори, які є власністю певної особи, тобто, некорпоративні учасники. На інших біржах – тільки банки, що задовольняють певні вимоги щодо власного капіталу. Коло осіб, які безпосередньо беруть участь у торгівлі, може бути як дуже великим (близько 3000 на Чиказькій товарній біржі), так і помірним (близько 150 на Німецькій біржі), але воно завжди обмежене. Усі інші особи, які бажають відкрити позиції на ф'ючерсному ринку, мають вибрати собі брокера й укласти з ним договір на брокерське обслуговування [81].

Функція реєстрації операцій з ф'ючерсними контрактами і проведення всіх пов'язаних з ними розрахунків покладена на клірингову установу, яка може бути підрозділом біржі (розрахунково-клірингова палата біржі) або окремою юридичною особою, що виконує клірингові послуги за договором з біржею і учасниками біржової торгівлі. Юридичні особи – члени клірингової установи можуть не бути учасниками біржової торгівлі, як і учасники біржової торгівлі можуть не бути членами клірингової установи.

У загальному вигляді *кліринг* представляє собою залік взаємних вимог і зобов'язань. На ф'ючерсному ринку використовується *біржовий кліринг* – кліринг між учасниками біржової торгівлі, що ґрунтується на обліку того, хто, кому, коли і скільки повинен перерахувати активів. Біржовий кліринг виконує наступні основні функції:

- забезпечує реєстрацію та облік біржових операцій;
- здійснює залік взаємних зобов'язань і платежів;
- надає гарантію виконання біржових операцій за рахунок маржових внесків і гарантійних фондів;
- забезпечує організацію грошових розрахунків і постачання базового активу відповідно до умов біржових контрактів [81].

Для підвищення надійності виконання операцій на ринку фінансових ф'ючерсів використовують три типи маржових внесків: початкову, варіаційну (підтримуючу), додаткову маржу.

*Початкова маржа* на один ф'ючерсний контракт має покривати добову зміну ціни контракту (для недостатньо ліквідних ринків – коливання кількох діб). Для визначення розміру маржі використовують вибіркові статистичні дані про коливання цін та статистичні методи, які дають змогу встановити довірчі

інтервали для максимальних значень коливань. Початкова маржа вноситься з метою забезпечення можливості примусового закриття відкритих позицій фінансово неспроможного учасника біржової торгівлі на найближчій торговій сесії (з маржових коштів покриваються можливі втрати клірингової установи у разі примусового закриття позицій). Початкова маржа, внесена при укладанні угоди, є власністю учасників біржової торгівлі і повертається їм після виконання умов контракту або після здійснення офсетної угоди.

*Додаткова маржа* може впроваджуватися незадовго до дати виконання контракту з метою гарантування виконання його умов, а також в умовах суттєвого зростання нестабільності ринку.

Метою внесення *варіаційної маржі* є недопущення накопичення зобов'язань учасників ринку. Вимога щодо внесення варіаційної маржі висувається до певної групи учасників ринку і обумовлена тим, що частиною процедури клірингу є щоденна заміна кожного існуючого контракту на новий, ціна якого дорівнює розрахунковій ціні останньої торгової сесії.

У разі невиконання умов контракту однією зі сторін використанням маржових внесків порушника справа не закінчується. До нього можуть застосовуватися додаткові фінансові та адміністративні санкції як з боку самої біржі, так і клірингової установи.

Крім маржових внесків, механізм біржової торгівлі передбачає формування гарантійного і резервного фондів клірингової установи і біржі, які створюються за рахунок внесків учасників ринку і членів клірингової установи. Необхідність формування таких додаткових фондів пов'язана з тим, що за певних умов (наприклад, на фоні кризи та погіршення ліквідності ринку) втрати деяких учасників можуть перевищити розміри внесеної ними початкової маржі. Таким чином, гарантійний та резервний фонди є інструментами, що додатково забезпечують надійність біржової торгівлі валютними ф'ючерсами.

#### **4. Опціонні валютні контракти.**

Форвардні та ф'ючерсні валютні контракти є твердими, тобто обов'язковими для виконання. Деякі інші умови містить опціонний контракт.

**Валютний опціон** – це контракт, який надає його покупцеві право купити або продати стандартну кількість валюти за певною ціною в межах певного періоду у майбутньому.

Актив, що поставляється згідно з опціонним контрактом, називають базовим. Як і у випадку з ф'ючерсами, предметом опціону можуть бути як матеріальні активи (товари), так і фінансові (акції, фондові індекси, облігації, валюта). Продавець опціону передає право, але не обов'язок, виконати умови контракту покупцеві опціону. Предметом опціону є саме право, а не базовий актив. Покупець опціону набуває права на певну операцію з базовим активом.

В залежності від типу прав, яких може набути покупець контракту, розрізняють опціон колл та опціон пут.

*Опціон колл* – це контракт, що надає покупцеві опціону право купити стандартну кількість базового активу; продавець опціону зобов'язаний продати

цей актив. Опціон колл використовують в наступних умовах: з метою хеджування короткої валютної позиції; у випадку, якщо валютний курс має стійку тенденцію до підвищення; для перепродажу з метою отримання прибутку.

*Опціон пут* – це контракт, що надає покупцеві опціону право продати стандартну кількість базового активу. Опціон пут використовують за таких умов: з метою хеджування довгої валютної позиції; якщо валютний курс має стійку тенденцію до пониження; з метою хеджування очікуваних надходжень і продажу валюти [113].

Датою закінчення опціону є дата, на яку опціон може бути виконаний, проданий або куплений. Ціна виконання – це ціна, за якою відбувається поставка базового активу. В цьому контексті розрізняють опціони, які можуть бути виконані тільки на дату закінчення (*європейські опціони*), та опціони, які можуть бути виконані в будь-який день від дати укладання до дати закінчення опціону (*американські опціони*). Ці назви не пов'язані з місцем укладання опціонів, і європейськими, і американськими опціонами торгують у всіх регіонах світу.

На відміну від форвардних та ф'ючерсних угод, опціонний контракт є платним. *Премія опціону* – це ціна, яку платить покупець опціону його продавцеві за право виконання опціонного контракту.

Умови опціонного контракту дають можливість визначати потенційні прибутки або збитки при виконанні опціону або при відмові від нього. При цьому визначається *внутрішня вартість опціону*, яка вказує на можливість отримати прибуток при його негайному виконанні.

Якщо ціна базового активу на ринку вища за ціну виконання опціону, то виконання опціону колл приносить прибуток. У іншому випадку, виконання опціону колл не має сенсу, і його внутрішня вартість дорівнює нулю.

Внутрішня вартість опціону знаходиться у основі виокремлення трьох типів опціонів: з виграшем (*in-the-money*), без виграшу (*at-the-money*) і з програшем (*out-the-money*) (таблиця 8.1).

Таблиця 8.1

### Умови отримання прибутків (збитків) при виконанні опціонів

<i>Співвідношення цін</i>	<i>Опціон колл</i>	<i>Опціон пут</i>
Ціна виконання менша за ціну базового активу при виконанні опціону	З виграшем Внутрішня вартість $> 0$	З програшем Внутрішня вартість $= 0$
Ціна виконання більша за ціну базового активу при виконанні опціону	З програшем Внутрішня вартість $= 0$	З виграшем Внутрішня вартість $> 0$
Ціна виконання дорівнює ціні базового активу при виконанні опціону	Без виграшу Внутрішня вартість $= 0$	Без виграшу Внутрішня вартість $= 0$

*Джерело:* [81]

Внутрішня вартість опціону є базою для розрахунку часової вартості опціонного контракту, яка вказує на перевищення справжньої ціни опціону

(премії опціону) над його внутрішньою вартістю і відображає вартість особливих переваг, пов'язаних з володінням валютою. Часова вартість лінійно падає до нуля протягом часу до закінчення опціону [81].

В залежності від місця та умов укладання розрізняють біржові та позабіржові опціони. Умови біржових опціонних контрактів, як і ф'ючерсів, є стандартизованими. Продавці біржових опціонів зобов'язані вносити маржові внески у клірингову установу, які гарантують виконання ними умов контракту. Для закриття позицій на ринку біржових опціонів укладаються офсетні угоди – закриваючі купівлі або продажі. На біржовому ринку продаються опціони за стандартним переліком валют (євро, фунти стерлінгів, швейцарські франки, японські ієни), які котируються відносно долара.

На ринку біржових опціонів використовуються такі ж гарантії виконання угод, що й на ринку ф'ючерсів (маржові внески і гарантійні фонди). Особливістю маржі на ринку опціонів є те, що внески стягуються лише з однієї сторони – продавця опціону. Покупець опціону не вносить маржових внесків, оскільки його позиції не містять ризику. Вільними від необхідності вносити маржу є також ті продавці опціонів колл, які мають на своїх рахунках відповідну кількість валюти (укладається так званий покритий опціон колл) [81].

На позабіржовому ринку укладаються нестандартизовані опціони, за яких сторони можуть домовлятися відносно валюти і її кількості, дати виконання та інших умов контракту. Валютні опціони на позабіржовому ринку котируються відносно широкого переліку валют, а також відносно крос-курсів.

## 5. Валютні угоди типу «своп».

Класичні строкові угоди (форвардні, ф'ючерсні та опціонні контракти) і поточні контракти передбачають формування у відповідних суб'єктів відкритої валютної позиції. Більш складним видом валютних операцій є валютний своп.

**Валютний своп** – це обмін потоками двох валют за певний період у майбутньому між сторонами угоди. Тобто це валютна операція, яка об'єднує купівлю або продаж валюти на умовах «спот» з одночасним продажем або купівлею тієї ж самої валюти на певний термін на умовах «форвард», тобто здійснюється комбінація двох протилежних конверсійних угод на однакові суми, але з різними датами валютування.

Валютні свопи поділяють на свопи з фіксованими ставками і свопи з плаваючими ставками:

1) свопи з фіксованими ставками – це комбінація конверсійних угод з різними датами валютування (також відомі як валютні свопи; використовуються на ринку Forex);

2) свопи з плаваючими процентними ставками (процентні або валютно-процентні свопи) – обмін активами або зобов'язаннями, вираженими в одній або в різних валютах; переважно використовуються на ринку капіталів [81].

Операція своп узгоджується дилерами зазвичай як одна угода, що включає одразу дві зустрічні конверсійні операції. Дата виконання ближчої

конверсійної угоди називається датою валютування, а дата виконання більш віддаленої за терміном угоди – датою закінчення свопу.

Стандартні свопи залежно від послідовності виконаних операцій «спот» і «форвард» бувають двох типів – свопи репорт і депорт.

*Депорт (свопи туну buy/sell або b/s)* – покупка валюти на умовах «спот» і продаж на умовах «форвард». Якщо при операції депорт на умовах «спот» купили певну суму американських доларів за швейцарські франки і продана ця ж сума доларів за швейцарські франки за форвардним курсом через 9 місяців, запис буде мати вигляд:

9 M USD/CHF b/s swap

*Репорт (свопи туну sell/buy або s/b)* – це продаж валюти на умовах «спот» і одночасна покупка на умовах «форвард». При операції репорт запис буде мати вигляд:

9 M USD/CHF s/b swap.

За термінами укладання розрізняють прості свопи, форвардні свопи і свопи з датами валютування до споту. *Простий (стандартний) своп* означає, що перша конверсійна угода укладається на умовах «спот», а зустрічна операція – на умовах «форвард» (наприклад, свопи типу спот/тиждень, спот/місяць тощо).

*Форвардний своп (своп форвард/форвард)* передбачає, що перша конверсійна операція укладається на умовах «форвард», а зустрічна операція – теж на умовах «форвард», але на більш тривалий термін.

*Своп із датами валютування до спота* означає, що перша конверсійна угода укладається з датою валютування до спота, а зустрічна операція – на умовах «спот» (свопи типу том/некст, тод/некст і тод/спот).

Якщо своп укладається за стандартною формою без жодних додаткових умов, він називається ванільним свопом. Амортизуючий своп – це своп, передбачена сума якого рівномірно зменшується з наближенням дати закінчення угоди. Зростаючий своп – це своп, передбачена сума якого рівномірно збільшується з наближенням дати закінчення угоди.

Котируються свопи так само, як і форвардні угоди (форвардні пункти є котируванням і свопу, і форвардної операції), тому друга назва форвардних пунктів – своп-пункти.

Свопи з'явилися порівняно недавно і за кілька десятків років стали одним з основних інструментів, що використовуються для управління активами і зобов'язаннями. Ринок свопів з'явився у 60-ті рр., коли вартість інвестиційних премій, введених органами, що контролюють біржову діяльність у Великобританії, обмежила можливості британських компаній інвестувати кошти за кордоном. Компенсаційні позики виникли як метод, що дає змогу оминати ці обмеження [81].

*Угоди своп можуть використовуватися з метою:*

- подовження (продлонгації) відкритої валютної позиції на майбутнє. Пролонгувати (або «свопувати») відкриту валютну позицію означає зберегти стан позиції (розмір і знак) на певний строк у майбутньому;

- управління активами і зобов'язаннями;
- збільшення прибутковості операцій;
- зменшення валютного ризику;
- хеджування форвардних операцій [81, 113].

Угоди своп дають банкам можливість пролонгувати відкриті валютні позиції на будь-який тривалий термін залежно від прогнозу динаміки обмінного курсу. Це можна робити як за допомогою одноденних свопів, так і більш тривалих за термінами свопів (на два тижні, місяць, кілька місяців, на рік).

Угоди своп є міжбанківськими операціями і мають багато спільних рис із форвардними контрактами. Водночас, останнім часом на практиці операції своп використовуються набагато частіше, ніж класичні форвардні угоди. Переваги угод своп перед чистими форвардними угодами полягають у наступному: при укладанні валютного свопу зменшується валютний ризик, оскільки він розподіляється між учасниками угоди (курс форвардної угоди фіксується, а позиція кожного з учасників угоди своп є закритою); використання свопів дає можливість забезпечити хеджування довгострокових операційних та економічних ризиків; з точки зору бухгалтерського обліку валютні «свопи» класифікують як небалансові інструменти, тобто вони не відображаються в балансі та на рахунку прибутків і збитків, що дає певні технічні переваги.

## **6. Спекулятивні валютні операції. Валютний арбітраж.**

Конверсійні валютні операції є одним із основних джерел прибутку сучасних банків. Якщо валютна угода здійснюється безпосередньо з метою отримання прибутку, вона виступає у вигляді валютної спекуляції. Доходи, отримані в результаті проведення спекулятивних операцій, становлять від 50% до 80% від загального прибутку найбільш великих банків [81]. Метою спекулятивних валютних операцій є отримання прибутку від сприятливого руху курсу валют. Однак необхідно мати на увазі, що існує ризик зміни ціни у несприятливому напрямку.

*Спекуляція на валютному ринку* передбачають торгівлю валютою, засновану на професійному оцінюванні та прогнозуванні валютного курсу. Валютний спекулянт планує отримати значний прибуток від невеликих інвестицій на основі науково достовірного оцінювання вартості валюти сьогодні та прогнозу зміни її вартості в майбутньому. Фінансові спекулятивні операції мають важливе значення не тільки з погляду швидкого отримання значного прибутку, а й щодо прискорення руху капіталу, розширення фінансового ринку, вирівнювання цін грошей на різних його секторах. Характерною особливістю спекулятивного сектора ринку є наявність як професійних дилерів, так і приватних трейдерів, які працюють не на корпоративних, банківських, а на своїх власних грошах.



Найбільш поширеним різновидом спекулятивних валютних операцій є арбітражні угоди.

*Валютний арбітраж* – це купівля-продаж іноземної валюти з наступною зворотною угодою з метою отримання прибутку від різниці валютних курсів у часі (часовий валютний арбітраж) або за рахунок різниці в курсах певної валюти на різних валютних ринках (просторовий арбітраж).

Валютний арбітраж здійснюють із двома (простий) чи більшим числом валют (складний) на умовах «спот» або «форвард».

*Арбітражер* – це особа, яка отримує прибуток за рахунок одночасної купівлі та продажу одного й того самого активу (валюти). Вважається, що арбітражна операція дає змогу отримати прибуток майже без ризику і не потребує інвестицій [81].

*Види арбітражних валютних операцій:*

1. Відсотковий арбітраж – угода, яка поєднує валютну та депозитну операції з метою регулювання суб'єктами господарювання валютної структури своїх короткотермінових активів та пасивів. Дає змогу отримати прибуток за рахунок різниці у процентних ставках за різними валютами в різних країнах. Існує в наступних видах:

- валютний арбітраж з форвардним покриттям – купівля іноземної валюти за курсом спот, вкладення її на строковий депозит і одночасний продаж за форвардним курсом;

- валютний арбітраж без покриття – купівля валюти за курсом спот, розміщення її на строковий депозит, а після закінчення його терміну – зворотна конверсія за курсом спот.

2. Конверсійний арбітраж – різновид валютних операцій з метою отримання прибутку за рахунок послідовного багаторазового обміну валют. Фінансовий зміст операції полягає в постійній підтримці довгої позиції тієї валюти, курс якої зростає, і короткої позиції валюти, курс якої знижується.

Особливим різновидом спекулятивних валютних операцій є угоди лідз-енд-легз. Лідз-енд-легз – це вид валютних операцій, що передбачає маніпуляції термінами розрахунків за угодами (прискорення чи уповільнення) з метою отримання прибутку на різниці валютних курсів. Використовується за різких змін валютного курсу, особливо під час девальвації чи ревальвації, у разі значних коливань процентних ставок, а також в умовах послаблення валютних позицій сторін, можливого використання валютних обмежень, фіскального режиму. Цей вид валютних спекуляцій є одним зі способів захисту від валютного, процентного та інших видів підприємницьких ризиків.

Найбільш активними учасниками міжнародного валютного ринку, які здійснюють арбітражні спекулятивні операції, є комерційні банки, інвестиційні банки, страхові та інші фонди, корпорації та індивідуальні інвестори. Ринок спекулятивних операцій є настільки великим, що не один гравець, навіть не один уряд чи ТНБ, фактично не можуть повністю впливати на нього.

Переважає частина спекулятивної торгівлі валютою припадає на найбільші міжнародні банки, які здійснюють операції для великих компаній та уряду. Операції з валютою, які до недавнього часу були привілейованими

тільки для банків-монополістів, наразі є загальнодоступними завдяки системам електронної торгівлі. Банки виставляють котирування валют, і останнє котирування розглядається як поточна ціна ринку за цю валюту. Торгівля ведеться через термінали комп'ютерів, Інтернет та по телефону з усіх кінців світу. Завдяки сучасним технологіям торгівлі до спекулятивних операцій на валютному ринку все більше залучаються фізичні особи.

### **Контрольні питання до теми 8**

1. Розкрийте сутність конверсійних валютних операцій. Визначте види та мету проведення поточних валютних операцій.
2. З'ясуйте сутність та визначте види валютної позиції.
3. Визначте сутність та призначення строкових валютних операцій.
4. Охарактеризуйте форвардні угоди. З'ясуйте поняття премії та дисконту і порядок визначення форвардного курсу.
5. Охарактеризуйте ф'ючерсні угоди валютного ринку. Визначте порядок розрахунку ціни ф'ючерсного контракту.
6. Назвіть відмінності між форвардним та ф'ючерсним ринками.
7. Визначте сутність, види та цілі укладання угод своп.
8. Розкрийте зміст опціонних угод на валютному ринку. Наведіть класифікацію опціонів.
9. З'ясуйте сутність та мету проведення спекулятивних валютних операцій. Визначте зміст поняття «валютний арбітраж», охарактеризуйте його види.

## **ТЕМА 9. РЕГУЛЮВАННЯ МІЖНАРОДНИХ ВАЛЮТНО-ФІНАНСОВИХ ВІДНОСИН**

- 1. Необхідність та рівні регулювання міжнародних валютно-фінансових відносин.**
- 2. Сучасна система міжнародних фінансово-кредитних установ.**
- 3. Регіональні фінансові механізми у системі регулювання міжнародних валютно-фінансових відносин.**

### **1. Необхідність та рівні регулювання міжнародних валютно-фінансових відносин.**

Сучасні міжнародні валютні відносини передбачають валютно-фінансову взаємодію суб'єктів в рамках національних, регіональних та світової валютних систем. Відповідно до цього формується і система регулювання валютно-фінансових відносин, яка передбачає їх регламентацію на національному, регіональному та міжнародному рівнях.

Глибокі якісні зрушення, що відбулися у світовій економіці у 80-х рр. ХХ ст., призвели до створення глобального інтегрованого фінансового ринку. За рядом параметрів (наприклад, за наявністю можливості здійснення ефективних угод по всьому світу) фінансовий, зокрема, валютний ринок дійсно став глобальним. З одного боку, це створює більш сприятливі умови для отримання світових фінансових ресурсів, а з іншого, – значно збільшує системні ризики. Саме тому зростає значення міжнародних валютно-кредитних і фінансових інститутів.

Крім фінансової глобалізації, важливим чинником, що викликає необхідність міждержавного узгодження валютної і фінансової політики за рахунок створення міжурядових фінансово-кредитних організацій, є розвиток процесів регіональної економічної інтеграції, які зумовлюють необхідність впровадження спільних заходів валютної політики країн-учасниць інтеграційних угруповань.

Інституціональна структура міжнародних валютно-кредитних і фінансових відносин включає численні міжнародні організації. Ці організації об'єднує спільна мета – розвиток співробітництва та забезпечення цілісності й стабілізації складного, суперечливого світового господарства. До організацій, що мають всесвітнє значення, належать передусім спеціалізовані інститути ООН – МВФ і група Світового банку. Міжнародні фінансові інститути з'явилися після другої світової війни. Їх поява зумовлена такими причинами:

- 1) посиленням інтернаціоналізації господарського життя, створення ТНК і ТНБ, діяльність яких поширюється за національні кордони;
- 2) розвитком міждержавного регулювання світогосподарських зв'язків, у тому числі валютно-кредитних і фінансових відносин;

3) необхідністю спільного вирішення проблем нестабільності світової економіки, включаючи валютну систему, світові ринки валют, кредитів, цінних паперів, золота.

Необхідність регулювання валютно-фінансових відносин на регіональному рівні викликана наявністю у країн певного регіону спільних проблем фінансово-економічного характеру, а також розвитком процесів регіональної інтеграції. Таке регулювання здійснюється регіональними банками розвитку. Більшість регіональних банків було створено в 60-х рр. після розпаду колоніальної системи і появи у світовому господарстві нових незалежних країн. Регіональні банки розвитку повинні були вирішувати специфічні регіональні завдання, сприяти розвитку регіонального співробітництва та економічної інтеграції країн, що розвиваються, з метою колективного вирішення проблем національної економіки і протистояння іноземній конкуренції. Так було створено Міжамериканський банк розвитку у Вашингтоні (1959 р.), Африканський банк розвитку у Абіджані (1963 р.), Азіатський банк розвитку у Манілі (1965 р.), Європейський банк реконструкції і розвитку у Лондоні (1991 р.).

Регіональні банки розвитку здійснюють довгострокове кредитування проектів розвитку регіону, надають особливу увагу регіональній співпраці і кредитуванню регіональних об'єднань, розробляють стратегію розвитку з урахуванням регіональної специфіки. Формування ресурсів регіональних банків відбувається переважно через залучення коштів на світовому фінансовому ринку шляхом випуску облігацій. Обсяги і умови кредитування регіональними банками країн, що розвиваються, залежать від розмірів і структури їх коштів.

Метою регулювання валютних відносин на регіональному рівні є також узгодження основних напрямів валютного регулювання окремих країн, проведення спільних заходів щодо подолання валютних криз. Таке регулювання здійснюється у формі координації головних напрямів валютної політики країнами-учасницями інтеграційних угруповань. При цьому, як правило, відбувається формування валютних (грошових) союзів. Цей напрям регулювання валютних відносин може розвиватися як на основі двосторонніх договорів, так і на основі багатосторонніх угод країн – учасниць інтеграційних угруповань. Валютний союз дозволяє уникнути коливань обмінних курсів валют країн-учасниць і створює умови для розвитку їх взаємної торгівлі і інвестування. З іншого боку, учасники валютного союзу не можуть проводити незалежну грошово-кредитну політику, а з втратою власної валюти вони втрачають і можливість використовувати валютний курс як буфер для протидії економічним шокам. Це означає, що валютно-фінансові потрясіння в країнах-членах валютного союзу будуть можуть мати різні за масштабами та характером прояву наслідки, але країни змушені будуть вживати однакових заходів в сфері протидії валютним кризам.

Для країн, що розвиваються, підписання багатосторонніх валютних угод має особливе значення, оскільки може розширювати їх можливості здійснення валютних інтервенцій для підтримки обмінного курсу. Так, за умовами деяких існуючих валютних угод, у випадку здійснення масштабних спекулятивних

атак на національну валюту країна отримує можливість одержати іноземну валюту для офіційних інтервенцій під заставу державних цінних паперів. Кошти, призначені для надання країнам допомоги у проведенні інтервенцій, можуть акумулюватися в спеціальному фонді, створеному за рахунок відрахувань з офіційних резервів країн-учасниць валютного союзу. Для урядів країн отримання коштів з цього джерела часто є більш вигідним, ніж кредитування з боку міжнародних організацій, оскільки їх кредити, як правило, є жорстко лімітованими і надаються за умови додержання певних вимог.

На національному рівні регулювання валютних відносин приймає форму національної валютної політики. Провідниками валютної політики на національному рівні виступають центральні банки, міністерства фінансів, органи валютного контролю. Валютна політика центрального банку держави є складовою частиною його грошово-кредитної політики, а отже, і загальної державної макроекономічної політики.

## **2. Сучасна система міжнародних фінансово-кредитних установ.**

*Міжнародні валютно-кредитні і фінансові установи* – це економічні організації, створені на основі міждержавних угод для регулювання міжнародних валютних і фінансово-кредитних відносин з метою стабілізації світової економіки.

Міжнародні фінансово-кредитні організації також визначаються як політичні та економічні організації, створені на основі міждержавних угод для регулювання міжнародних валютних і фінансово-кредитних відносин з метою інтеграції національних економік у світове господарство, а також глобалізації та стабілізації міжнародних економічних відносин. Їхня мета – сприяти розвитку зовнішньої торгівлі і міжнародного та регіонального валютно-фінансового співробітництва, підтримання рівноваги платіжних балансів країн, що входять до них, регулювання курсів їх валют, надання кредитів цим країнам та гарантування приватних позик за кордоном.

Сучасна система міжнародних фінансово-кредитних інститутів включає: Міжнародний валютний фонд (МВФ) і Групу Світового банку, які ще називають Бреттон-Вудськими інститутами, а також Банк міжнародних розрахунків (БМР) і неформальні організації з врегулювання зовнішньої заборгованості (Паризький і Лондонський клуби кредиторів). Окрему, але досить помітну роль на світовому кредитному ринку відіграють регіональні банки: Європейський банк реконструкції та розвитку, Азійський банк розвитку, Африканський банк розвитку, Міжамериканський банк розвитку.

*Міжнародний валютний фонд* (International Monetary Fund, МВФ), створений на Бреттон-Вудській валютно-фінансовій конференції у 1944 р., – це валютно-фінансова організація міжурядового співробітництва. Він був остаточно створений у 1945 році після ратифікації відповідної угоди, а почав функціонувати у травні 1946 р. Штаб-квартира цієї установи знаходиться у Вашингтоні. У своїй діяльності МВФ керується статутом Фонду, який має назву Статті Угоди МВФ, і спільно прийнятими країнами-учасницями

постановами і домовленостями. Специфіка Фонду порівняно з іншими міжурядовими організаціями полягає у тому, що у своїй діяльності він об'єднує функції регулювання, фінансування, нагляду та консультування держав-членів у сфері валютно-фінансових відносин. Ці функції впливають з основних цілей МВФ, які закріплені у Статті I угоди МВФ:

розвиток міжнародного співробітництва у валютній сфері через постійну організацію, яка забезпечує механізм консультацій з міжнародних валютно-фінансових проблем;

сприяння розширенню та збалансованому зростанню міжнародної торгівлі, підтриманню високого рівня зайнятості та реальних доходів;

забезпечення стабільності валютних курсів; підтримка домовленостей членів щодо валютних курсів; недопущення конкурентного знецінення валют;

допомога у створенні багатосторонньої системи платежів за поточними операціями між членами, усунення валютних обмежень, які гальмують розвиток світової торгівлі;

надання загальних ресурсів Фонду у тимчасове користування членами з метою забезпечення можливості відхилень у платіжних балансах без застосування заходів, що завдають шкоди національному та міжнародному розвитку;

скорочення тривалості та зменшення ступеня нерівноваги у міжнародному балансі розрахунків членів [79].

Вищим керівним органом МВФ є Рада керуючих, в якій кожна країна-член представлена керуючим та його заступником, які призначаються на 5 років. Кожна держава-член має відповідним чином розраховану квоту (внесок), від розміру якої залежить кількість голосів країни у Фонді. Величина квоти визначає можливість країни впливати на політику МВФ. Статут Фонду передбачає періодичний, не менше одного разу в п'ять років, загальний перегляд квот, з тим щоб приводити їх у відповідність із співвідношенням економічних потенціалів країн-членів, що змінюються, та їхньою роллю у системі світового господарства. Внески у статутний Фонд вносяться або у СДР, або у валюті, яку визначає Фонд.

Сума квоти має принаймні чотири основні функції: 1) це внесок у статусний капітал МВФ, джерело формування ресурсів організації; 2) на суму квоти може розраховувати країна, якій потрібні кредити; 3) розмір квоти визначає кількість голосів у процесі прийняття рішень; 4) розмір квоти дає право призначення свого директора у виконавчий орган Фонду – Директорат, членства у важливому практичному органі – Тимчасовому комітеті з питань реформи міжнародної валютної системи. Таким чином, специфіка членства у МВФ полягає в тому, що держави зацікавлені мати максимально високу квоту.

Фінансова допомога МВФ надається члену Фонду шляхом продажу SDR або валюти інших країн-членів в обмін на власну валюту. Купуючи SDR або валюту країн, член МВФ в обмін віддає еквівалентну суму власної валюти та бере на себе зобов'язання її викупити через встановлений період часу.

МВФ здійснює кредитні операції тільки з офіційними органами, казначействами, центральними банками, стабілізаційними фондами.

Основними механізмами фінансування МВФ є резервні кредити «стенд-бай»; розширене кредитування (ЕФФ); компенсаційне та надзвичайне фінансування (ССФФ); фінансування системних перетворень (СТФ); фінансування буферних запасів (БСФФ); фінансування структурної перебудови (САФ); розширене фінансування структурної перебудови (ЕСАФ).

Резервні кредити «стенд-бай» надаються країнам траншами або сегментами у 25% від квоти. Для закупівлі першого кредитного траншу країна повинна продемонструвати свою практичну рішучість подолати проблеми платіжного балансу. Купівля валюти іншої країни здійснюється строком від одного до двох років, звичайно на умовах 3,25% річних (взагалі від 2 до 5%). Викуп національної валюти здійснюється за строк до 5 років. Домовленості про кредити «стенд-бай» мають на меті забезпечити короткострокову допомогу у фінансуванні дефіциту платіжного балансу, який має тимчасовий або циклічний характер.

Механізм розширеного кредитування використовується з 1974 р. для підтримки середньострокових програм (3-4 роки) подолання труднощів платіжного балансу, причиною яких є макроекономічні та структурні проблеми. Починаючи з 70-х років основними отримувачами кредитів «стенд-бай» та ЕФФ стають країни, що розвиваються.

Механізм компенсаційного та надзвичайного фінансування дає можливість отримати фінансування в умовах непередбаченого падіння експортних цін, зростання імпорتنих цін, коливання відсоткової ставки. Викуп національної валюти здійснюється у строк до 5 років, звичайно — на умовах 3,25 % річних.

Фінансування системних перетворень МВФ здійснював у 1993-1995 рр. для країн з перехідною економікою, які мали значні проблеми з платіжним балансом внаслідок переходу від торгівлі на базі неринкових цін до торгівлі на ринковій основі.

Механізм фінансування буферних запасів був розроблений у 1969 р. з метою компенсації труднощів платіжного балансу, пов'язаних з дефіцитом надходжень від експорту основних сировинних товарів, шляхом підтримки систем буферних запасів. БСФФ дає можливість фінансувати накопичення товарних запасів, операційні витрати організацій, які створюють буферні запаси. Починаючи з 1984 р. цей механізм не використовувався.

Механізм фінансування структурної перебудови діє в межах МВФ з метою надання пільгової допомоги найменш забезпеченим країнам – членам Фонду. Сума, яка може бути надана країні, становить не більше 50 % від квоти з річними лімітами 15, 20 та 15 % для першого, другого та третього року відповідно. Кредити надаються за 0,5 % річних на строк до 10 років.

Механізм розширеного фінансування структурної перебудови був створений у 1988 р. з метою доповнення ресурсів по лінії САФ, збільшення об'єктів фінансування для найменш забезпечених країн. Надання фінансової пільгової допомоги здійснюється зі спеціального Трастового фонду ЕСАФ, який формується за рахунок позик та офіційних трансфертів країн – членів МВФ. Домовленості з ЕСАФ охоплюють 3-річний період, відсоткова ставка

дорівнює лише 0,5%. Загальна величина доступу має не перевищувати 255% квоти країни.

Серед основних функцій Фонду важливе місце займає функція нагляду за політикою країн-членів щодо дотримання зобов'язань згідно з Статтями Угод МВФ. Кожна країна-член МВФ зобов'язана співробітничати з Фондом з метою упорядкування валютних режимів та сприяння стабільності системи обмінних курсів. Фонд контролює виконання кожною державою-членом своїх зобов'язань за допомогою відповідних принципів та процедур нагляду, включаючи суворий нагляд за політикою обмінних курсів.

Важливим напрямом діяльності Фонду є консультації відповідно до Статті IV Угод МВФ. Технічна допомога та навчання мають також важливе значення у діяльності МВФ, який пропонує країнам широкий спектр технічної допомоги та навчання, які охоплюють монетарні, податкові, статистичні, юридичні, інформаційні проблеми. Таким чином, цілі та функції, обсяги та механізми фінансування, сфери та основні напрями діяльності Міжнародного валютного фонду свідчать про те, що ця організація посідає центральне місце у світовій валютно-фінансовій системі, сприяє її стабільному та збалансованому розвитку.

Серед міждержавних інститутів інвестиційного характеру провідну роль відіграє **Світовий Банк** – інститут, який об'єднує два самостійні у юридичному та фінансовому відношенні суб'єкти: Міжнародний банк реконструкції та розвитку (МБРР) і Міжнародну асоціацію розвитку (МАР). Разом із Міжнародною фінансовою корпорацією (МФК), Багатосторонньою агенцією з гарантування інвестицій (БАГІ) та Міжнародним центром з врегулювання інвестиційних суперечок зазначені установи утворюють **Групу Світового банку** – поліфункціональну організацію, головна мета якої полягає у наданні допомоги країнам для їх інтеграції у світову економіку та сприянні тривалому економічному зростанню, зменшення бідності і підвищення життєвих стандартів країн-членів шляхом сприяння економічному розвитку останніх і залучення ресурсів з розвинутих країн до країн, що розвиваються. Ця установа не є банком у звичайному розумінні цього терміну, а включає п'ять організацій розвитку, управління якими здійснюється країнами-членами.

Головними завданнями діяльності групи Світового банку є: інвестування в розвиток людських ресурсів, зокрема, шляхом вдосконалення охорони здоров'я; соціальний розвиток і зниження рівня бідності; охорона довкілля; стимулювання розвитку приватного підприємництва; підтримка реформ для забезпечення макроекономічної стабілізації.

*Міжнародний банк реконструкції та розвитку* (The International Bank for Reconstruction and Development) – це спеціалізований заклад ООН з фінансового сприяння в реконструкції та розвитку економік країн-членів. Його було засновано одночасно з МВФ згідно з рішенням валютно-фінансової конференції ООН, яка відбулася в 1944 р. у м. Бреттон-Вудсі. МБРР як основну установу у складі Групи іноді називають Світовим (або Всесвітнім) банком. МБРР надає фінансування урядам країн з середнім рівнем доходів та платоспроможних країн з низьким рівнем доходів.



Основні фінансові ресурси МБРР формуються за рахунок капіталу, забезпеченого його членами, запозиченнями на світових фінансових ринках і надходженнями від погашення позик та інвестицій. Значна сума кредитних ресурсів МБРР формується шляхом підписки країн-членів на акції МБРР. Розподіл акцій капіталу відбувається за квотою, що встановлена для кожної країни згідно з її економічним потенціалом.

Керівними органами МБРР є Рада керуючих і Директорат (виконавчий орган). Рада керуючих складається з міністрів фінансів або керуючих центральними банками країн-членів. Членами МБРР можуть бути лише країни, які вступили у МВФ. Штаб-квартира Банку знаходиться у Вашингтоні.

Більшість своїх фінансових ресурсів МБРР отримує завдяки операціям на світових фінансових ринках. Цілі стратегії МБРР в справі залучення ресурсів полягають у забезпеченні достатніх довгостроковим ліквідних активів для надання позик, а також у мінімізації вартості залучених коштів. Для забезпечення максимальної гнучкості у фінансуванні МБРР диверсифікує свою програму залучення коштів на ринках капіталу за валютами, країнами, строками погашення, інвесторами, намагається максимально підвищити привабливість власних цінних паперів.

Основна частина фінансової і технічної допомоги МБРР країнам, що розвиваються, здійснюється у вигляді надання позик під конкретні проекти. МБРР є і кредитною установою, і установою розвитку. І кожний проект, що фінансується, має відповідати обом умовам, що впливають з характеристики Банку: з одного боку, сприяти економічному розвитку країни-позичальника; з іншого – забезпечувати сплату позичених коштів. У процесі своєї діяльності МБРР намагається зміцнювати економіку країн, які користуються його позиками, з тим щоб вони мали змогу відмовитися від користування ресурсами Банку і задовольняти свої фінансові потреби безпосередньо із традиційних джерел капіталу на тих умовах, які вони можуть собі дозволити.

*Міжнародна асоціація розвитку* (The International Development Association) – це міжнародна міжурядова організація, створена у 1960 р. для сприяння економічному розвитку найменш розвинених країн шляхом надання їм пільгових кредитів та грантів. Метою асоціації є підтримка економічного розвитку, збільшення продуктивності і життєвих стандартів життя у менш розвинутих країнах світу, що є членами асоціації, в особливості запровадження фінансування для задоволення важливих потреб їх розвитку на сприятливіших умовах для балансу платежів, ніж надаються звичайними кредитами і таким чином продовження завдання розвитку МБРР та підтримки його діяльності. Для досягнення поставленої мети МАР надає безпроцентні кредити на 35-40 років. Погашення кредитів починається з 11-го року після початку їх використання. МАР стягує 0,75% комісійних.

МАР за організаційною структурою та методами управління побудована аналогічно до МБРР. Асоціація має Раду керуючих, виконавчих директорів, президента і персонал, необхідний для виконання визначених зобов'язань. Членами асоціації можуть бути лише члени МБРР.

*Міжнародна фінансова корпорація* (The International Finance Corporation) – це міжнародна міжурядова організація, створена у 1956 р. для стимулювання приватного підприємництва, головним чином у країнах, що розвиваються, які є її членами.

МФК надає кредити приватним підприємствам і купує цінні папери, не конкуруючи з приватними інвесторами. МФК сприяє спільним інвестиціям місцевого та іноземного капіталів і вкладає кошти тільки у прибуткові підприємства приватного сектору. Термін надання позики 5-15 років. Рівень процента встановлюється залежно від ставок грошового ринку.

Джерелами ресурсів Міжнародної фінансової корпорації є наступні: статутний капітал; продаж участі в кредитах банкам та іншим фінансовим установам; перепродаж цінних паперів; позики і дотації від МБРР.

МФК має на меті сприяти економічному розвитку шляхом підтримки зростання продуктивності приватного підприємництва у країнах-членах корпорації, передусім у найменш розвинених регіонах, що доповнює діяльність МБРР. У співпраці з приватними інвесторами корпорація допомагає фінансувати створення, вдосконалення і розширення приватних підприємств з високою продуктивністю, що сприятиме розвитку країн-членів корпорації завдяки капіталовкладенням без гарантій їх погашення відповідними урядами. Членами корпорації можуть бути лише члени МБРР.

МФК за організаційною структурою і методами управління побудована аналогічно до МБРР. МФК має Раду керуючих, Раду директорів, голову Ради директорів, президента і персонал для виконання зобов'язань корпорації.

Корпорація може надавати додаткову фінансову підтримку з допомогою контингенту фінансування повних чи часткових гарантій з інших джерел фінансування. Останнім часом МФК дала змогу компаніям у країнах, що розвиваються, застосувати такі фінансові інструменти, як власні валюти та процентні ставки.

*Багатостороння агенція з гарантування інвестицій* (The Multilateral Investment Guarantee Agency) – це спеціалізована установа, створена у 1988 р., метою якої є заохочення надходження інвестицій у країни, що розвиваються, шляхом їхнього страхування (надання гарантій) від некомерційних ризиків. Головним завданням БАГІ є стимулювання потоку інвестицій на виробничі цілі між країнами-членами та особливо в країни, що розвиваються. Членами БАГІ можуть бути лише члени МБРР.

БАГІ за організаційною структурою і методами управління побудована аналогічно до МБРР. Агентство має Раду керуючих, Раду директорів, президента і персонал для виконання зобов'язань БАГІ. БАГІ доповнює діяльність інших міжнародних страхувальників і пропонує чотири основних типи гарантій: неконвертованість валюти, експропріація, війна і громадянські заворушення, порушення умов контрактів.

*Міжнародний центр з врегулювання інвестиційних суперечок* (International Center for Settlement of Investment Disputes) – інституція, утворена у 1966 р. з метою полегшення врегулювання інвестиційних суперечок між

урядами та іноземними інвесторами шляхом погоджувальних або арбітражних процедур спірних питань щодо інвестицій.

Разом Група Світового банку об'єднує 189 держав-членів та має більше 130 представництв по всьому світі. Управління Світовим банком здійснюється за принципом управління у товаристві, акціонерами якого є країни-члени. Акціонери представлені Радою керуючих – вищим органом, що приймає рішення і визначає політику Світового банку. Як правило, керуючими є міністри фінансів або розвитку відповідних країн. Оскільки Рада керуючих проводить свої наради не частіше, ніж один раз на рік, конкретні поточні повноваження передані 24 виконавчим директорам, які утворюють Раду директорів і працюють безпосередньо у штаб-квартирі Світового банку, розташованій у Вашингтоні. Президент Світового банку (з 2012 р. – Джим Йонг Кім) головує на засіданнях Ради директорів і відповідає за загальне керівництво діяльністю Світового банку. Група Світового банку встановила дві основні глобальні цілі до 2030 року:

1) покінчити з крайньою бідністю за рахунок зменшення кількості людей, що живуть менше, ніж на 1,9 доларів на день, до 3 %;

2) сприяти загальному процвітання за рахунок покращення рівня життя і зростання доходів найменш забезпечених 40 % населення у кожній країні.

Україна є членом МБРР з 1992 р., МФК – з 1993 р., БАГІ – з 1994 р., МАР – з 2004 р.

Важливу роль на світовому ринку позичкових капіталів відіграє система групових і регіональних міжнародних фінансово-кредитних установ. Особливе місце серед таких установ займає **Банк міжнародних розрахунків** (Bank for International Settlement, БМР), заснований у 1930 році як міждержавна фінансова організація. Одна з основних цілей міжнародної діяльності Банку полягає в зміцненні міжнародної фінансової стабільності. Особливої актуальності така діяльність набуває в сучасних умовах інтеграції світових фінансових ринків.

Основними завданнями БМР є:

- сприяння співробітництву центральних банків країн-учасниць;
- надання додаткових коштів для міжнародних фінансових операцій;
- виступ у ролі довіреної особи в міжнародних фінансових угодах.

Банк міжнародних розрахунків незмінно залишається центральною банківською установою на світовій арені. Він належить центральним банкам країн-членів, контролюється ними, надає чимало суто спеціалізованих послуг центральним банкам як членам БМР, так і іншим центральним банкам.

Членами БМР нині є 41 центральний банк країн Європи, Азії, Африки та США, ряд країн очікують рішення щодо включення їх до БМР.

**Європейський банк реконструкції та розвитку** (the European Bank for Reconstruction and Development, ЄБРР) створено в 1990 році, а операції здійснює з 1991 року. Штаб-квартира ЄБРР знаходиться в Лондоні.

Засновниками ЄБРР стали країни Європи, а також США, Мексика, Венесуела, Марокко, Єгипет, Ізраїль, Японія, Австралія, Нова Зеландія разом з двома інституціональними членами – Європейським економічним

співтовариством (ЄЕС) та Європейським інвестиційним банком (ЄІБ). Угоду про створення ЄБРР було підписано 29 травня 1990 року, вона набула чинності 28 березня 1991 року. Угодою передбачається встановлення тісних контактів Банку з Всесвітнім банком та Міжнародним валютним фондом. Перше засідання Ради керуючих ЄБРР відбулось 15 квітня 1991 року.

ЄБРР має статус міжнародної фінансової організації з найвищим кредитним рейтингом (AAA). В штаб квартирі ЄБРР (знаходиться у м. Лондон) працюють близько 900 працівників, 240 у представництвах банку. Відповідно до установчих документів банк має такі цілі й функції:

- підтримка економічного розвитку і реконструкції країн Центральної та Східної Європи з метою сприяння переходу їх до відкритої ринкової економіки і приватного підприємництва;
- підтримка країн - отримувачів допомоги в проведенні структурних економічних реформ, включаючи усунення монополізму, децентралізацію і приватизацію з метою інтеграції їхніх економік у світову економіку;
- сприяння інвестиціям у виробництво, а також у сферу послуг і фінансових сектор та пов'язану з ним інфраструктуру;
- стимулювання ключових і економічно обґрунтованих проектів, надання технічної допомоги для підготовки, фінансування і реалізації проектів;
- фінансування приватних підприємств, а також підприємств, що приватизуються і роблять внесок у розвиток приватного сектору;
- сприяння екологічному розвитку без негативних наслідків у довгостроковій перспективі.

Керівництво діяльністю ЄБРР здійснюється Правлінням – Радою керуючих. Виконавчий орган ЄБРР представлений Директоратом – Радою директорів та складається з 23 членів. Рада керує операційною діяльністю Банку, виконує повноваження, делеговані їй Радою керуючих, приймає рішення щодо розгляду та затвердження проектів, ухвалює бюджет.

Країни-члени відповідно до встановлених квот передплачують акції Банку, причому обов'язковій сплаті підлягають 30 % акцій, решта 70% являють собою частину гарантійного капіталу, тобто акції, які повинні сплачуватися на вимогу Банку. Квоти в капіталі ЄБРР розподіляються в таких пропорціях: 51 % для країн-членів ЄС та його двох інститутів; 13,5 % для країн Центральної та Східної Європи; 11,3% для інших європейських країн; 24,2% для неєвропейських країн. Найбільші частки в капіталі Банку мають США - 10%; Німеччина, Франція, Італія, Великобританія, Японія – по 8,5 %. Частка України в статутному капіталі ЄБРР складає 0,8 %.

Отже, особливістю ЄБРР є підтримка приватного підприємницького сектора, частка якого в інвестиціях ЄБРР повинна становити не менше 60% від загального обсягу. Фінансування ЄБРР залежить від конкретних проектів, кредити надаються як прямо, так і опосередковано на зміцнення фінансових інституцій, структурну реорганізацію великим та дрібним компаніям.

Таким чином, міжнародні валютно-фінансові організації займають важливе місце в системі міжнародних валютних відносин. Ці міждержавні організації надають кредити країнам, розробляють принципи функціонування

світової валютної системи, здійснюють міждержавне регулювання міжнародних валютно-кредитних і фінансових відносин. Діяльність цих інститутів є принципово різною: кожна має свої цілі, визначену структуру, різні джерела фінансування, допомагає різним категоріям країн – членів.

### **3. Регіональні фінансові механізми у системі регулювання міжнародних валютно-фінансових відносин.**

Інтенсивний розвиток процесів регіональної інтеграції у світовому господарстві і, зокрема, у світовій фінансовій системі підвищує значення регіонального рівня регулювання міжнародних валютно-фінансових відносин. Глобальна фінансова криза 2008-2009 рр. та її наслідки довели, що серйозною загрозою стабільного економічного розвитку країн, їх регіональних об'єднань і світу в цілому є фінансові дисбаланси. Причому, враховуючи зростаючу ймовірність виникнення та масштаби фінансових загроз, а також глобальний характер чинників, що викликають розвиток криз, їх врегулювання часто знаходиться поза межами можливостей національної фінансової політики. Перетворення завдання фінансової стабілізації на спільну проблему країн та регіонів світу вимагало посилення координації між національними регулюючими інститутами у цій сфері, що втілювалося у формуванні розгалуженої системи міжнародних інституцій.

Водночас, незважаючи на наявність достатньо розвинутої мережі міжнародних фінансово-кредитних установ (МВФ, група Світового банку, БМР, Базельський комітет, Група G-20 тощо), самих глобальних механізмів виявилось недостатньо для вирішення специфічних фінансово-економічних проблем того чи іншого регіону. Активізація процесів регіональної інтеграції проявляється не тільки у торговельній, але й у фінансовій сфері і викликає необхідність заснування багатосторонніх фінансових механізмів на рівні регіонів.

Однією з причин розробки фінансових механізмів на регіональному рівні стало невдоволення багатьох країн щодо результатів діяльності міжнародних фінансово-кредитних установ. По-перше, ці установи зазвичай пропонують країнам досить стандартні механізми врегулювання фінансових протиріч і криз без необхідного врахування регіональних особливостей. По-друге, міжнародним фінансовим інститутам стає все важче впоратися з покладеними на них завданнями. Перегрупування сил між економічними центрами світу і вільний перелив капіталу з країни в країну з використанням нових комунікаційних технологій можуть дестабілізувати світові, регіональні та національні фінансові ринки, оскільки регулювання таких великих потоків капіталу є дуже складним. По-третє, ці установи часто неспроможні у повному обсязі здійснювати фінансування країн, що переживають кризу, тим більше, що нарощування капіталу цих установ є тривалим і складним процесом. Тому альтернативним напрямом ефективного розв'язання фінансових проблем, специфічних для конкретного регіону, запобігання регіональним фінансовим кризам та досягнення стабільності фінансового розвитку є створення регіональних фінансових механізмів.

Регіональні фінансові механізми також називають регіональними фінансовими ініціативами або «страховими мережами» (safety nets). Створення регіональних фінансових ініціатив обумовлене прагненням регіональних інтеграційних об'єднань мати власні гнучкі інструменти антикризового регулювання. Зазвичай регіональні фінансові механізми виконують завдання підтримки рівноваги платіжних балансів і бюджетів країн-учасниць та подолання наслідків кризи. Висока швидкість розвитку і вагомі результати діяльності окремих регіональних фінансових механізмів призвели до значного зростання їх ваги у глобальній фінансовій архітектурі та глобальній страховій мережі. Відтак, сучасна глобальна страхова мережа набуває вигляду чотирирівневої структури, яка включає: 1) національні резерви; 2) двосторонні свопи; 3) регіональні фінансові механізми; 4) МВФ.

Причини створення регіональних фінансових механізмів у кожному конкретному випадку значно варіювалися, починаючи від невдоволення функціонуванням сучасної глобальної фінансової архітектури і міжнародних фінансово-кредитних установ і закінчуючи потребою у залученні значних фінансових ресурсів на регіональному рівні.

Сьогодні відповідні фінансові механізми діють практично у всіх регіонах світу, зокрема, найбільш розвинутими є наступні регіональні ініціативи:

- Арабський валютний фонд (AMF) (Алжир, Бахрейн, Джибуті, Єгипет, Йорданія, Ірак, Ємен, Катар, Коморські Острови, Кувейт, Ліван, Лівія, Мавританія, Марокко, ОАЕ, Оман, Держава Палестина, Саудівська Аравія, Сирія, Сомалі, Судан, Туніс);
- Багатостороння Чіангмайська ініціатива (СМІМ) (Бруней, В'єтнам, Гонконг, Індонезія, Камбоджа, Китайська Народна Республіка, Лаос, Малайзія, М'янма, Сінгапур, Таїланд, Філіппіни, Південна Корея, Японія);
- Європейський стабілізаційний механізм (ESM) (країни Євросони);
- Латиноамериканський резервний фонд (FLAR) (Болівія, Венесуела, Колумбія, Коста-Ріка, Перу, Уругвай, Еквадор);
- Північноамериканська рамкова угода (NAFA) (Канада, Мексика, США);
- Південно-Азійська асоціація регіонального співробітництва (SAARC) (Афганістан, Бангладеш, Бутан, Індія, Мальдіви, Непал, Пакистан, Шрі Ланка);
- Пул валютних резервів країн БРІКС (CRA) (Бразилія, Росія, Індія, Китай, Південно-Африканська Республіка);
- Євразійський фонд стабілізації та розвитку (Вірменія, Білорусія, Казахстан, Киргизстан, Росія і Таджикистан).

Найстаріші регіональні фінансові механізми, що діють сьогодні, почали створюватися близько 40 років тому арабськими (Арабський валютний фонд) та латиноамериканськими країнами (Латиноамериканський резервний фонд). Наймолодші регіональні фінансові механізми створені європейськими країнами (Європейський стабілізаційний механізм) та країнами БРІКС (Пул валютних резервів). Ставлячи перед собою приблизно однакові завдання, сучасні регіональні фінансові механізми тим не менш значно різняться з точки зору

змістової наповненості їх функціонування та використовуваних інструментів, як це відображено у таблиці 9.1.

Інструменти взаємодії між учасниками регіональних фінансових механізмів можуть варіювати від більш простих форм фінансування у вигляді кредитування, надання грантів та фінансової допомоги і укладання двосторонніх своп-угод до створення системи багатосторонніх свопів.

Таблиця 9.1

### Регіональні фінансові ініціативи

Регіональний фінансовий механізм	Рік заснування, кількість країн-членів	Головні завдання	Зміст механізму та його фінансові інструменти
Арабський валютний фонд	1976 р. (22)	Коригування і гармонізація платежів країн-учасниць; боротьба з платіжними обмеженнями між членами Фонду; покращення монетарної взаємодії; сприяння розвитку арабських фінансових ринків; розвиток торговельних відносин всередині Ліги арабських держав.	1) фінансування дефіциту державного бюджету країн-учасниць; 2) резервування коштів під секторальні реформи.
Латиноамериканський резервний фонд	1978 р. (7)	Підтримка платіжних балансів країн-учасниць шляхом надання кредитів та/або гарантій по кредитах; покращення умов для міжнародного інвестування резервів країнами-учасницями; сприяння гармонізації валютних курсів, грошово-кредитної і фінансової політик країн-учасниць.	Багатосторонній своп-механізм: 1) розпорядження частиною валютних резервів країн-учасниць; 2) стимулювання впровадження умовних кредитних ліній для обмеження чутливості економік, що розвиваються до фінансових криз.
Південно-Азійська асоціація регіонального співробітництва	1985 р. (8)	Забезпечення співпраці країн-членів у соціально-економічній сфері.	Система двосторонніх своп угод
Північноамериканська рамкова угода	1994 р. (3)	Паралельна фінансова угода до Північноамериканської угоди про вільну торгівлю.	Тристороння своп угода
Багатостороння Чіангмайська ініціатива	2009 р. (14)	Підтримка золотовалютних резервів країн і сприяння роботі інших регіональних фінансових механізмів та організацій на кшталт МВФ.	Система багатосторонніх свопів
Євразійський фонд стабілізації та розвитку (до 2015 р. – Антикризисний фонд ЄврАзЕС)	2009 р. (6)	Сприяння державам-учасницям у забезпеченні довгострокової економічної і фінансової стабільності і розвиток економічної інтеграції між ними.	1) фінансові кредити; 2) інвестиційні кредити; 3) гранти з частки чистого прибутку ЕФСР для фінансування державних програм у соціальній сфері.
Європейський	2012 р. (19)	Надання фінансової підтримки	1) стабілізаційний кредит

стабілізаційний механізм		країнам єврозони у разі фінансових труднощів.	в рамках макроекономічної адаптаційної програми (суверенна позика); 2) програма банківської рекапіталізації; 3) превентивна фінансова допомога; 4) первинна ринкова допомога; 5) вторинна ринкова допомога.
Пул валютних резервів країн БРІКС	2014 р. (5)	Запобігання або подолання короткострокових криз платіжного балансу шляхом укладення валютних свопів між центральними банками держав-учасниць.	Система двосторонніх своп угод

За кількістю країн-учасниць існуючі регіональні фінансові механізми також значно різняться. Найбільш чисельним наразі є Арабський валютний фонд, найменшою за кількістю учасників є Північноамериканська рамкова угода.

Розмір країн, що формують регіональні фінансові механізми, може також варіювати. Так, Латиноамериканський резервний фонд представляє собою невелике тісне співтовариство, що включає сім малих та середніх за розміром економіки країн, які пов'язані міцними соціально-культурними та економічними зв'язками та широким спектром спільних економічних інтересів. Крім створення власне ЛАРФ, ці країни за останні 60 років спромоглися впровадити механізми клірингу за внутрішньорегіональними розрахунками та заснувати два банки розвитку.

Більше того, членами навіть однієї регіональної фінансової ініціативи можуть бути різні за розміром країни. Зокрема, з 14 країн, що формують Чіангмайську ініціативу, на частку Китаю, Гонконгу та Японії припадає 64% фінансових внесків до АСЕАН + 3, що відображає значну вагу економіки цих країн. Враховуючи розмір зазначених країн, вони виступають переважно у якості донорів, а не позичальників. Водночас, частка їх квот підкреслює важливу функцію регіональних фінансових механізмів як засобу управління регіональними вторинними ефектами і врегулювання наслідків проблем, що виникли поза межами регіону. Використання можливостей регіонального фінансового механізму дозволяє врівноважити внутрішні регіональні торговельні та інвестиційні потоки, що виникли внаслідок проблем у малих та середніх країнах, а відтак, - досягти стабільності регіонального розвитку.

Іншою перевагою, що отримують країни від створення регіональних фінансових механізмів, є зростання можливостей отримання ними доступу до більш дешевих фінансових ресурсів. Так, Латиноамериканський резервний фонд має більш високий кредитний рейтинг порівняно з окремими країнами-членами, завдяки чому може залучати на фінансових ринках кошти за більш



низькими цінами та розподіляти отримані ресурси у відповідності до регіональних потреб і пріоритетів.

В процесі функціонування регіональних фінансових механізмів їх завдання та функції часто перетинаються із напрямками діяльності міжнародних фінансово-кредитних установ, зокрема, МВФ. З метою підвищення ефективності глобальної страхової мережі необхідним є більш чітке узгодження діяльності МВФ та регіональних фінансових механізмів і розподіл повноважень між ними. Так, зважаючи на відносно невеликий розмір фінансових ресурсів, якими розпоряджуються регіональні фінансові механізми, їм доцільно діяти до розгортання кризи або на початкових її етапах, коли витрати на реалізацію антикризових заходів є меншими. Для цього в рамках регіональних фінансових ініціатив необхідним є, з одного боку, розвиток систем раннього попередження фінансових криз, а з іншого – укріплення їх технічного потенціалу, у тому числі їх можливостей здійснювати моніторинг та оцінку результатів реалізації антикризових заходів в країнах-учасницях. Нарешті, коли масштаби кризи є незначними, антикризове регулювання на рівні регіональних фінансових ініціатив може виявитися цілком достатнім. Однак врегулювання системних криз загальнорегіонального характеру може потребувати спільних дій регіональних фінансових механізмів та міжнародних фінансових установ. Впровадження програми МВФ може потребувати більше часу і має застосовуватися за умов невідомості заходів, реалізованих регіональними механізмами.

Крім того, регіональним фінансовим механізмам доцільно зосередитись на підтримці відносно невеликих країн, які не відчують постійної потреби у фінансуванні і економічні кризи у яких не справлятимуть помітного впливу на економіку відповідного регіону або світове господарство в цілому. З іншого боку, МВФ спроможний працювати з великими країнами, реалізація антикризових заходів в яких є більш витратною і фінансові дисбаланси в яких можуть суттєво вплинути на світову фінансову архітектуру.

Отже, завдяки регіональним фінансовим механізмам як форми міжрегіональної взаємодії на рівні макрорегіонів з'являється можливість отримання значного синергетичного ефекту від антикризового регулювання відразу на двох рівнях: регіональному (через антикризові інструменти регіональних фінансових ініціатив) та глобальному (через відповідні програми міжнародних фінансово-кредитних установ, зокрема, МВФ). Оптимальним напрямом укріплення глобальної фінансової стабільності є подальший розвиток у структурі глобальної фінансової архітектури регіональної складової у вигляді регіональних фінансових ініціатив і активізація взаємодії між глобальними та регіональними фінансовими механізмами. Вже існуючі регіональні фінансові механізми довели свою необхідність як з точки зору їх сприяння розвитку інтеграційної взаємодії в регіонах світу, так і з позиції їх ролі у антикризовому врегулюванні фінансових дисбалансів країн.

## Контрольні питання до теми 9

1. Поясніть необхідність та назвіть рівні регулювання міжнародних валютно-фінансових відносин. Визначте сутність ринкового та державного регулювання валютно-фінансових відносин.
2. Якими інститутами представлений міжнародний рівень регулювання валютно-фінансових відносин?
3. З'ясуйте мету створення та охарактеризуйте основні напрямки діяльності Міжнародного валютного фонду. Визначте, в яких формах та на яких умовах МВФ здійснює фінансування країн.
4. З'ясуйте, які організації входять до складу Групи Світового банку. Охарактеризуйте діяльність цих організацій.
5. В чому полягає призначення регіональних валютно-фінансових інститутів? Охарактеризуйте регіональні фінансові організації Європейського союзу.
6. Визначте напрямки діяльності Банку міжнародних розрахунків.
7. Поясніть необхідність створення та наведіть приклади регіональних фінансових механізмів (ініціатив).

## **ТЕМА 10. ВАЛЮТНА ПОЛІТИКА**

- 1. Сутність національної валютної політики та валютного регулювання.**
- 2. Сучасні інструменти валютної політики.**
- 3. Вплив валютної політики на розвиток національних економік.**
- 4. Напрями узгодження валютної політики країн в умовах глобалізації.**

### **1. Сутність національної валютної політики та валютного регулювання.**

Сучасні тенденції економічного розвитку характеризуються розширенням та укріпленням господарських зв'язків між країнами та регіонами світу. З поглибленням інтернаціоналізації господарського життя все більшу роль починає відігравати розвиток валютних відносин – як на національному, так і на міжнародному рівні. Валютні відносини виступають однією з найбільш динамічних форм економічних відносин. Головним їх призначенням є обслуговування всього комплексу економічних зв'язків між країнами, створення умов для їх інтеграції. Стан валютного ринку й особливості валютних відносин є важливим індикатором загального стану економіки як на національному, так і на світовому рівнях.

Стабільність валютних відносин і ефективність функціонування валютної системи, в першу чергу, визначається валютною політикою, що проводиться в країні. Зміни в пріоритетах валютної політики і відповідні зміни валютного курсу є одним з найважливіших чинників, які визначають рівень доходів фірм і населення, формують інфляційні очікування, впливають на поведінку всіх економічних суб'єктів, на стан споживання, інвестицій і накопичення. З макроекономічної точки зору, зміна напрямків валютного регулювання та валютної політики виступає важливим фактором впливу як на рівень внутрішніх цін, так і на загальний стан платіжного балансу країни, її конкурентоспроможність на зовнішніх ринках. Все вищезазначене доводить необхідність здійснення державою регулюючих заходів в сфері валютних відносин як для забезпечення збалансованого розвитку національного господарства, так і для підтримання стійких зовнішньоекономічних позицій країни.

Механізм формування валютної політики в різних країнах має суттєві відмінності і залежить, в першу чергу, від соціально-економічного типу країни, який відповідно впливає на загальну спрямованість, основні складові та інструменти валютної політики

Зміст валютної політики юридично визначається валютним законодавством.

**Валютне законодавство** представляє собою сукупність правових норм, які регулюють порядок здійснення операцій з валютою та валютними цінностями в країні і за кордоном, а також валютних угод між державами з валютних проблем.

Необхідність законодавчого закріплення норм, правил та процедур валютної політики впливає з потреби збереження валютно-фінансової безпеки як важливої складової національної економічної безпеки будь-якої держави.

В сучасній науковій літературі у зв'язку з регулюванням валютних відносин розглядаються два близьких поняття, а саме «валютна політика» і «валютне регулювання».

В цілому, **валютна політика** розглядається як сукупність економічних, правових та організаційних заходів в галузі валютних відносин.

При цьому до економічних заходів відносять використання важелів непрямого впливу на стан валютних відносин (регулювання облікової ставки, податкові стимули). Правові заходи знаходять відображення у розробці валютного законодавства, їх вплив носить прямий, адміністративний характер (встановлення валютних обмежень, фіксація обмінного курсу). Організаційні заходи втілюються у розробці механізму функціонування системи валютних відносин та проведення валютної політики. Однак одні автори наголошують, що ці заходи використовують саме державні установи та міжнародні фінансові організації (тобто підкреслюється роль безпосередньо суб'єктів валютної політики), а інші науковці вказують на те, що ці заходи реалізуються відповідно до поточних і стратегічних цілей країни (тобто акцентується увага на цілеспрямованості валютної політики).

Щодо валютного регулювання, то найбільш поширеною є його інтерпретація, згідно з якою **валютне регулювання** визначається як регламентація державою міжнародних розрахунків і порядку проведення валютних операцій. Також **валютне регулювання** розглядається як сукупність різноманітних форм і засобів юридичного впливу держави на поведінку суб'єктів суспільних відносин, який здійснюється в інтересах суспільства або певного колективу з метою корегування поведінки окремих суб'єктів за встановленим в суспільстві порядком.

Пряме валютне регулювання реалізується шляхом прийняття законодавчих актів і дій виконавчої влади, непряме – з використанням економічних, зокрема валютно-кредитних, методів впливу на поведінку економічних агентів.

Ринкове регулювання валютних відносин здійснюється відповідно до закону вартості, закону попиту та пропозиції на валютних ринках і має місце в умовах економічної стабільності. Засноване на конкуренції, воно породжує стимули розвитку валютних відносин. В умовах кризових ситуацій посилюється державне валютне регулювання, спрямоване на подолання негативних наслідків ринкового регулювання валютних відносин. Державне валютне регулювання є складовою частиною грошово-кредитної політики, яка

спирається на теорію державної грошової політики, запропоновану Дж.М. Кейнсом. Тому основою функціонування регуляторного механізму валютних відносин можна вважати кейнсіанську економічну теорію.

Вперше валютне регулювання було застосоване в Німеччині: в 1916 році у зв'язку з розвитком економічної кризи в результаті першої світової війни були прийняті постанови про торгівлю з розрахунками в іноземних валютах і про регулювання платежів за кордоном. Сучасне валютне регулювання склалося після впровадження на основі Ямайської угоди плаваючих валютних курсів і принципу поліцентризму в побудові усієї валютної системи. Слід зазначити, що валютне регулювання – це не лише процес, а й відповідний механізм управління, об'єктом якого є валютна сфера на національному або міжнародному рівні.

Узагальнюючи поняття «валютна політика» та «валютне регулювання», можна констатувати, що валютна політика – це більш широке поняття, а валютне регулювання – більш вузьке, тобто валютне регулювання є складовою частиною валютної політики. Валютна політика визначає підготовку, прийняття і реалізацію рішень з валютних питань, управління міжнародними валютними відносинами на кількох рівнях.

Розрізняють 3 рівня валютної політики:

- рівень приватних підприємств (корпоративний рівень);
- рівень окремої держави (національний рівень);
- міждержавний (у тому числі регіональний) рівень.

На корпоративному рівні валютна політика здійснюється приватними підприємствами, насамперед ТНК і ТНБ, що мають значні валютні ресурси й беруть участь у валютних відносинах, активно впливаючи на них шляхом укладання великих спекулятивних валютних угод. Однак валютна політика міжнародних компаній суттєво відрізняється від валютної політики держав та міжнародних організацій, перш за все, своєю цілеспрямованістю. Основною метою здійснення валютної політики на корпоративному рівні є забезпечення компаній стабільним прибутком від проведення валютних операцій та мінімізація валютних ризиків. Валютна політика держав формується на макрорівні і переслідує більш широке коло цілей – від підтримки стабільності національної валютно-фінансової системи до досягнення необхідних темпів економічного зростання і забезпечення належного рівня конкурентоспроможності країни на зовнішніх ринках.

Провідниками валютної політики на національному рівні виступають центральні банки, міністерства фінансів, органи валютного контролю. Валютна політика центрального банку держави є складовою частиною його грошово-кредитної політики, а отже, і загальної державної макроекономічної політики.

На міждержавному рівні валютна політика регламентується відповідними угодами між країнами з валютних питань. Метою міждержавної валютної політики є узгодження основних напрямів валютного регулювання окремих країн, спільні заходи щодо подолання валютних криз. Міждержавне валютне регулювання може здійснюватись на регіональному рівні у формі координації головних напрямів валютної політики країнами-учасницями інтеграційних

угруповань. До міждержавної валютної політики, як правило, також відносять політику, що проводиться міжнародними валютно-фінансовими організаціями. Однак, оскільки норми та принципи міжнародних валютно-фінансових організацій суттєво впливають на національну валютну політику, а їх статuti містять чіткі правила поведінки країн-членів, на нашу думку, слід виділяти наднаціональний рівень валютної політики, де головним суб'єктом є Міжнародний валютний фонд (МВФ).

МВФ у межах своїх повноважень щодо спостереження за політикою у сфері валютних курсів визначив три загальні принципи, якими повинні керуватися країни-учасниці Фонду при розробці заходів в межах національної валютної політики:

1. Кожна країна-член Фонду повинна не допускати такої маніпуляції валютними курсами, що дала б їй змогу отримати несправедливі конкурентні переваги над іншими країнами.

2. Обов'язком кожної країни є здійснення валютного регулювання, спрямованого насамперед на відвернення руйнівних наслідків, викликаних короткостроковими коливаннями обмінних курсів.

3. При проведенні політики регулювання валютного курсу повинні враховуватися інтереси інших членів Фонду, включаючи інтереси тих країн, у валютах яких здійснюється інтервенція.

МВФ має можливість активно впливати на країни-учасниці у питаннях виконання ними відповідних вимог валютного регулювання. Для цього використовуються стабілізаційні програми і механізм взаємних консультацій.

В залежності від цілей і форм проведення валютна політика поділяється на поточну та довгострокову (структурну або перспективну). *Поточна валютна політика* спрямована на короткострокове оперативне регулювання валютного курсу, валютних операцій, валютного ринку та ринку золота. Головним її завданням є забезпечення нормального функціонування національних та міжнародних механізмів світової валютної системи, підтримка рівноваги платіжного балансу. Поточна валютна політика реалізується через застосування низки заходів (інструментів), зокрема, дисконтної та девізної політики, диверсифікації валютних резервів, валютних обмежень та валютного субсидування.

*Довгострокова (структурна) валютна політика* охоплює тривалий період та передбачає довгострокові заходи структурного характеру щодо послідовної зміни валютного механізму. Вона передбачає заходи, спрямовані на зміну ключових елементів валютної системи (наприклад, режиму валютного курсу, порядку міжнародних розрахунків, використання золота і резервних валют тощо). Головними методами довгострокової валютної політики є міждержавні переговори та угоди, а також валютні реформи. Довгострокова валютна політика здійснює вплив на поточну валютну політику.

Для більш чіткого визначення поняття національної валютної політики необхідно розглянути її об'єкти і напрямки. Існують два основні підходи до визначення об'єктів валютної політики. Відповідно по першій точки зору, об'єкти валютної політики мають бути розмежовані в залежності від порядку

регламентації на валютний обіг за кордоном, валютний обіг усередині країни та валютний обіг із зарубіжжям. Згідно з іншим підходом, головним об'єктом валютної політики є валютний курс національної грошової одиниці.

Узагальнюючи існуючі підходи до визначення об'єктів валютної політики, можна зазначити, що вирішальними є наступні критерії: по-перше, це чітке розмежування об'єкта регулювання по відношенню до понять «валютна політика» і «валютне регулювання», оскільки ці процеси належать до дещо різних сфер валютних відносин. Об'єктом впливу валютної політики є курс національної валюти, а об'єктом валютного регулювання є валютні операції.

По-друге, необхідно визначити кінцеву мету проведення валютної політики. Якщо основною метою вважається стабільність курсу національної валюти, то безпосереднім об'єктом валютної політики виступає валютний курс, а валютне регулювання розглядається як головний інструмент фінансової стабілізації. За такого підходу часто нівелюється головне призначення валютного регулювання, а саме стимулювання зовнішньоекономічних зв'язків та залучення іноземного капіталу. Таким чином, у випадках, коли кінцевою метою валютного регулювання є загальний розвиток економіки та підвищення ефективності зовнішньоекономічної діяльності, необхідно використовувати перший підхід до визначення об'єкту валютної політики, тобто таким об'єктом будуть вважатись валютні операції.

Необхідно відзначити, що і фінансово-грошова стабілізація, і загальна економічна стабілізація та стимулювання зовнішньоекономічної діяльності як пріоритетні цілі валютної політики є важливими напрямками розвитку економіки. Саме тому однією з центральних проблем валютної політики є вибір оптимального балансу між її цілями. Серед таких цілей можна назвати контролювання внутрішніх цін, конкурентоспроможність експорту товарів і послуг на світових ринках, підтримання валютних резервів центрального банку на належному рівні, активізація процесів іноземного інвестування. Тобто за мету обирається балансування між підтримкою конкурентоспроможності економіки (стимулювання експорту) і зменшенням додаткового інфляційного тиску, що може стати наслідком девальвації обмінного курсу (фінансова стабілізація).

Слід також визначити місце валютного курсу в системі валютної політики, коли кінцевою метою такого регулювання є не валютна стабілізація як така, а вплив на інші сфери економічного життя, тобто досягнення альтернативних цілей валютної політики. Якщо регулювання економічних процесів здійснюється переважно за рахунок прямих адміністративних методів, то головним напрямком валютної регламентації є валютні обмеження, через систему яких держава безпосередньо втручається в процеси обміну валюти і таким чином здійснює прямий вплив на розширення або згортання експортно-імпортних операцій.

Національна валютна політика тісно пов'язана з валютною політикою, що здійснюється на корпоративному, регіональному та наднаціональному рівнях. Так, валютна політика великих міжнародних компаній здатна справляти значний вплив на стан національних валютних ринків та динаміку обмінних курсів національних валют країн світу. З іншого боку, міжнародні організації –

суб'єкти валютної політики на наднаціональному рівні – визначають загальну спрямованість валютної політики країн-членів.

## 2. Сучасні інструменти валютної політики.

В якості інструментів національної валютної політики традиційно використовуються наступні: режим валютного курсу, девальвація і ревальвація валюти, девізна політика (валютна інтервенція), дисконтна політика, диверсифікація валютних резервів, валютні обмеження, подвійний валютний ринок, регулювання ступеню конвертованості валют, засоби регулювання платіжного балансу країни, інструменти податкової політики (рис. 10.1).



**Рис. 10.1. Інструментарій національної валютної політики**

Аналіз існуючих інструментів валютної політики дозволяє класифікувати їх за наступними ознаками:

I. В залежності від методу втручання:

1. Адміністративні засоби (девальвація і ревальвація, валютні обмеження, подвійний валютний ринок).
2. Економічні засоби (податкова система, диверсифікація валютних резервів, валютні інтервенції, конвертованість валюти, дисконтна політика).

II. В залежності від режиму курсоутворення:



1. Засоби регулювання фіксованого валютного курсу (ревальвація та девальвація).
2. Засоби регулювання плаваючого валютного курсу (валютні інтервенції, валютні обмеження, дисконтна політика тощо).

III. По відношенню до валютної системи і валютного ринку:

1. Засоби валютного характеру (девальвація і ревальвація, валютні інтервенції, диверсифікація валютних резервів, валютні обмеження, подвійний валютний ринок, конвертованість валюти, режим валютного курсу).
2. Засоби невалютного характеру (дисконтна політика, податкова система, регулювання платіжного балансу).

Використання різних підходів до класифікації інструментів валютної політики дає змогу більш чітко та послідовно систематизувати ці інструменти з метою подальшого їх використання для розробки конкретних напрямків валютної політики та механізму валютного регулювання.

В умовах ринкової економіки переважно використовуються економічні (непрямі) методи валютного регулювання, і головним напрямком регламентації стає курс національної валюти. В такому випадку держава використовує різноманітні інструменти валютної політики (режим валютного курсу, валютні інтервенції, облікова політика, ревальвація, девальвація тощо), застосування яких призводить до підвищення чи зниження курсу національної валюти. Такі зміни курсу, в свою чергу, викликають відповідні зміни в структурі та динаміці зовнішньоекономічної діяльності, в напрямку руху капіталів та інших сферах економіки. В такій ситуації валютний курс стає своєрідним опосередковуючим об'єктом валютної політики.

**Режим валютного курсу (режим курсоутворення)** як інструмент валютної політики забезпечується правилами, процедурами, розпорядженнями, а також установами, що відповідають за виконання вказаних норм на основі діючого законодавства.

Кожен режим валютного курсу містить особливості визначення валютного курсу, його зміни, використання для здійснення розрахунків, обслуговування зовнішньоекономічних зв'язків. Оптимальний вибір режиму курсоутворення до цих пір залишається одним з основних дискусійних питань розвитку валютних відносин.

Отже, від режиму валютного курсу, що використовується в країні, в значній мірі залежить стабільність національної фінансової системи. Безумовно, режим курсоутворення є важливим і досить дієвим засобом впливу на валютний курс, оскільки визначає порядок його встановлення. В той же час режим передбачає механізм зміни валютного курсу, тобто його регулювання. Тому логічним буде припустити, що кожний режим спирається на свої інструменти регулювання обмінного курсу. Тоді усі інструменти валютної політики можна згрупувати відповідно до режиму, за якого вони переважно використовуються.

В умовах фіксованого валютного курсу головними засобами валютного регулювання є девальвація і ревальвація.

**Девальвація** представляє собою зниження курсу національної валюти відносно іноземних валют, що здійснюється відповідними органами в офіційному порядку.

**Ревальвація** передбачає офіційне підвищення курсу національної валюти.

Ці інструменти валютного регулювання особливо поширення дістали з середини 40-х до середини 70-х років, тобто в період дії Бреттон-Вудської валютної системи, функціонування якої спиралося на фіксовані валютні курси. За цей період в країнах Західної Європи і США було проведено більше 500 девальвацій. Таке поширення девальвацій і ревальвацій пов'язане з тим, що застосування цих засобів не вимагає наявності якихось особливих умов. Уряд проводить девальвацію для стимулювання експорту шляхом підвищення конкурентоспроможності вітчизняних товарів на світових ринках з одночасним зменшенням імпорту, що допомагає скоротити дефіцит балансу поточних операцій, або для спонукання зростання внутрішнього попиту з метою зменшення рівня безробіття. Коли метою уряду є стимулювання імпорту для скорочення позитивного сальдо балансу поточних операцій і зменшення інфляційного тиску, використовується ревальвація валютного курсу.

Незважаючи на переваги, які дає застосування девальвації і ревальвації, доцільність їх використання є достатньо суперечливим питанням (особливо це стосується девальвації). Так, девальвація курсу національної валюти може мати наступні негативні наслідки. Стимулюючи внутрішній попит, девальвація, як правило, призводить до зростання темпів інфляції. В такому разі для стримання інфляції уряд може підвищити відсоткову ставку, внаслідок чого уповільниться економічне зростання. Оскільки девальвація часто вважається ознакою економічної слабкості, вона може підірвати довір'я іноземних інвесторів до національної економіки. Застосування девальвації в одній країні може викликати коло послідовних девальвацій в країнах – торговельних партнерах. Штучно девальвований або ревальвований курс не завжди відображує реальне співвідношення між валютами, тобто може бути значно завищеним або заниженим.

В умовах плаваючих валютних курсів використовуються значно ширший спектр інструментів валютного регулювання. Зокрема, до інструментів, що дозволяють справляти вплив на валютний курс та валютні операції, не порушуючи загального механізму роботи валютного ринку, належить **девізна політика**, яка представляє собою метод впливу на курс національної валюти за допомогою купівлі-продажу державними органами іноземної валюти. Девізна політика здійснюється переважно у формі *валютної інтервенції*. Механізм валютної інтервенції, що санкціонована МВФ як норма міждержавних валютних відносин, пов'язаний з операціями купівлі та продажу власної валюти або конкурентної валюти своєї країни. Такі операції впливають на співвідношення на валютному ринку попиту і пропозиції певної грошової одиниці і викликають кореляцію її обмінного курсу.

Валютна інтервенція може здійснюватися: за рахунок використання власних резервів валюти; за допомогою своп-угоди – договору з певною країною з приводу отримання кредиту у валюті цієї самої країни, необхідної

для здійснення валютної інтервенції; за рахунок продажу цінних паперів, розміщених в іноземній валюті. Статутом МВФ передбачається також можливість продажу кредитних позицій у SDR з метою проведення валютних інтервенцій. В окремих випадках МВФ надає спеціальні кредити для здійснення валютної інтервенції з метою стабілізації валютних курсів.

Девізна валютна політика має тимчасовий і обмежений вплив на рівень валютного курсу, якщо відсутні корінні порушення платіжного балансу. За наявності таких порушень активне використання девізної політики може призвести до швидкого виснаження валютних резервів країни, не запобігши при цьому процесу знецінення національної валюти. Тому проведення валютної інтервенції передбачає наявність у центральних емісійних банках країн значних валютних резервів і можлива тоді, коли неврівноваженість платіжного балансу незначна та характеризується періодичною зміною пасивного сальдо на активне.

Більш складною формою валютних інтервенцій є такий інструмент валютного регулювання як *стерилізована інтервенція*. Вона представляє собою поєднання валютних інтервенцій із заходами на внутрішньому ринку. Наприклад, деномінація активів країни в іноземній валюті на зовнішніх ринках може супроводжуватися купівлею цінних паперів на внутрішньому ринку на відповідну суму. Стерилізована валютна інтервенція не впливає на грошову масу в країні.

У випадку, якщо валютна інтервенція використовується для підтримання курсу валюти на заниженому рівні, має місце валютний демпінг, який представляє собою знецінювання національної валюти з метою масового експорту товарів за цінами нижчими за світові. Валютний демпінг використовується для експорту товарів через застосування спеціальних занижених валютних курсів, які відображають зовнішнє знецінення валюти у розмірах, що перевищують знецінення грошей на внутрішньому ринку країни, яка експортує товари та послуги. При валютному демпінгу експортер, навіть при високому рівні витрат виробництва, реалізуючи свої товари на зовнішніх ринках за цінами, нижчими від світових, може одержати досить вигідний прибуток у валюті тієї країни, куди експортується товар.

Важливим інструментом валютної політики є використання принципу *диверсифікації валютних резервів*, який полягає у включенні до складу валютних резервів різних валют з метою акумулювання коштів для проведення валютних інтервенцій і для зменшення валютного ризику. Негативним наслідком цієї політики є значні коливання валютних курсів, які виникають в результаті купівлі-продажу валют для регулювання структури резервів.

Для впливу на валютний курс використовується й такий засіб, як *регулювання ступеня конвертованості валют*. Реалізація цього заходу, здійснюваного на основі нормативних актів кожної окремої країни, є одним із статутних вимог МВФ. У статті VII Статуту МВФ передбачається зняття валютних обмежень і упровадження валютної конвертованості. Країни-учасниці, що взяли на себе зобов'язання за цією статтею, повинні уникати упровадження обмежень щодо платежів і переказів за поточними

міжнародними операціями, не застосовувати системи множинних валютних курсів.

*Конвертованість валюти* характеризує здатність вільного обміну національної грошової одиниці на інші валюти.

Вона передбачає можливість купівлі і продажу іноземної валюти за національну. Поняття конвертованості за своїм змістом виходить за межі валютних відносин. Це загальноекономічна категорія, яка охоплює коло проблем, що не зводяться тільки до операцій, пов'язаних з обміном валют. Конвертованість є невіддільним атрибутом ринкової економіки. Без конвертованості неможлива свобода вибору, тобто те, без чого ринкові відносини втрачають свою сутність.

Ступінь конвертованості валюти залежить від обмежень, які впроваджує держава на обмін валюти. В результаті конвертованість встановлюється за поточними операціями, що передбачає відсутність обмежень на міжнародні розрахунки, пов'язані з торгівлею, переказами доходів і трансфертів; конвертованість за капітальними операціями, що передбачає відсутність обмежень на міжнародне переміщення капіталу; повну конвертованість – відсутність будь-яких обмежень і державного контролю за рухом валюти як за поточними, так і за капітальними операціями.

В цілому, розрізняють повну і часткову, зовнішню і внутрішню конвертованість. При режимі повної конвертованості усі юридичні і фізичні особи (вітчизняні і закордонні), що володіють певною сумою грошей даної країни, мають можливість вільно (без обмежень) використовувати ці гроші на будь-які цілі: вільно здійснювати як поточні, так і інвестиційні валютні операції за всіма видами операцій платіжного балансу. Сьогодні існує обмежена кількість валют, що діють у режимі повної конвертованості. Таку свободу може собі дозволити лише конкурентоспроможна на світовому ринку економіка з потужною експортною базою, розвиненими внутрішніми грошовими й інвестиційними ринками.

Часткова конвертованість передбачає впровадження певних обмежень на операції купівлі та продажу валют. Відповідно до вимог МВФ, ці обмеження не повинні стосуватися платежів за поточними міжнародними операціями. До таких операцій належать платежі за результатами зовнішньої торгівлі, короткострокові банківські операції, платежі, пов'язані з погашенням позичок і процентів, переведення прибутків з інвестицій, грошові перекази некомерційного характеру. У зв'язку з тим, що здійснення названих операцій є характерною ознакою конвертованості, їх обмеження відповідно до вимог Статуту МВФ не допускається.

При зовнішній конвертованості повна свобода валютних операцій для здійснення розрахунків із закордоном надається тільки іноземним (фізичним і юридичним) особам, що можуть вільно обмінювати зароблену в даній країні валюту на будь-яку іноземну, здійснювати перекази цієї валюти за кордон. При внутрішній конвертованості правом обмінних операцій національних грошових одиниць на іноземну валюту користуються тільки фізичні і юридичні особи даної країни.

Вищезазначені інструменти передбачають непрямий вплив уряду на зміну валютних курсів. В той же час уряд може застосовувати прямі адміністративні методи валютного регулювання.

Одним з найбільш жорстких інструментів валютної політики є **валютні обмеження**, що представляють собою систему нормативних правил, які регламентують права громадян і юридичних суб'єктів ринку щодо обміну валюти своєї країни на іноземну, а також здійснення інших валютних операцій.

Валютні обмеження можуть застосовуватися при здійсненні контролю за рухом капіталу, блокуванні валютної виручки, регламентації вивозу валюти громадянами, що здійснюють туристичні поїздки тощо. Валютні обмеження є складовою частиною валютного контролю та переслідують наступні цілі:

- вирівнювання платіжного балансу;
- підтримка валютного курсу;
- концентрація валютних цінностей в руках держави для вирішення поточних та стратегічних завдань.

Впровадження валютних обмежень базується на принципах централізації валютних операцій в центральному та уповноваженому банках; ліцензування валютних операцій; повного або часткового блокування валютних рахунків; обмеження конвертованості валют.

Головними підставами для встановлення валютних обмежень є нестача валюти, зростання зовнішнього боргу, незбалансованість платіжних балансів. Використання валютних обмежень у короткостроковій перспективі, як правило, має позитивні наслідки для національної економіки. Однак їх застосування протягом тривалого періоду є недоцільним (або допускається тільки в найбільш кризових ситуаціях), оскільки результативність використання обмежень з часом зменшується.

Валютні обмеження мають дискримінаційний характер, оскільки сприяють перерозподілу валютних цінностей на користь держави і великих підприємств за рахунок дрібних і середніх підприємців, ускладнюючи їм доступ до іноземної валюти. Валютні обмеження переважно є складовою політики протекціонізму і дискримінації торгових партнерів. Неабияке значення в їх реалізації мають політичні мотиви.

Формою реалізації валютних обмежень може виступати валютна блокада, яка передбачає припинення або обмеження валютно-фінансових відносин з заблокованою країною аж до заморожування в банках валютних цінностей держави та валюти приватних осіб з метою здійснення на неї економічного і політичного тиску. Розрізняють односторонню, коли одна країна блокує іншу, та багатосторонню, коли вона здійснюється рядом держав, валютні блокади. Валютна блокада буває повна (при використанні всіх методів валютно-фінансового впливу аж до заморожування валюти країни, що піддається валютній блокаді), та часткова (коли використовуються лише окремі методи валютної блокади).

Досить жорстким засобом валютного регулювання є встановлення **подвійного валютного ринку**, що реалізується через встановлення множинного

(найчастіше – подвійного) валютного курсу. При цьому держава встановлює кілька офіційних курсів для різних видів валютних операцій.

Подвійний валютний ринок – форма валютної політики, що займає проміжне місце між режимами фіксованих і плаваючих валютних курсів, яка вперше була введена на початку 70-х років у Бельгії, Італії, Франції. Сутність його полягає в поділі валютного ринку на дві частини: для комерційних операцій і послуг застосовують офіційний валютний курс; для фінансових (рух капіталів, кредитів тощо) – ринковий. Занижений курс для комерційних угод використовується для стимулювання експорту товарів і вирівнювання платіжного балансу. Коли розходження комерційного і фінансового курсів були значними, центральний банк здійснював валютну інтервенцію, щоб їх вирівняти. Подвійний валютний ринок забезпечував деяку економію валютних резервів, оскільки зменшувалась потреба у валютній інтервенції.

Слід зазначити, що уряди деяких країн навіть в умовах гнучкого режиму курсоутворення не відмовились від проведення таких заходів як девальвація та ревальвація. Але використання цих інструментів валютної політики суперечить принципу встановлення плаваючих валютних курсів, оскільки передбачають пряме втручання держави у формування обмінного курсу. Крім того, останнім часом терміни «девальвація» і «ревальвація» використовуються і для позначення змін, що відбуваються з валютним курсом під впливом попиту та пропозиції валюти, тобто вважається, що при гнучкому режимі курсоутворення девальвація і ревальвація відбуваються постійно і автоматично.

Спільною рисою розглянутих вище інструментів регулювання є їх безпосереднє відношення до валютної системи і валютного ринку. Поряд з ними часто застосовуються методи, які безпосередньо не пов'язані з валютними відносинами, але можуть значно впливати на їх розвиток. До таких методів відносяться дисконтна політика, регулювання платіжного балансу, механізм податкової системи.

Досить поширеним засобом впливу на динаміку валютного курсу є відповідна корекція облікових ставок центрального банку. Така форма валютної політики називається дисконтною політикою і часто також використовується для регулювання руху міжнародних капіталів. Дисконтна політика реалізується через вплив на стан грошового попиту, динаміку і рівень цін, обсяг грошової маси, міграцію короткострокових інвестицій.

Облікова (дисконтна) політика означає зміну облікової ставки центрального банку з метою регулювання валютного курсу впливом на рух короткострокових капіталів. В умовах пасивного платіжного балансу центральний банк підвищує облікову ставку і цим самим стимулює приплив іноземного капіталу із країн, де цей рівень нижчий. Такий приплив короткострокових капіталів поліпшує стан платіжного балансу, створює додатковий попит на національну валюту, а отже, сприяє підвищенню її курсу. При значному активному сальдо платіжного балансу, що буває досить рідко, центральні банки відповідних країн вдаються до протилежних дій. Вони знижують облікову ставку і тим самим стимулюють відплив іноземного і національного капіталу з метою зменшення активного платіжного сальдо. За

цих умов зростає попит на іноземну валюту, її курс зростає, а курс національної валюти відповідно падає.

Засобами впливу на валютні курси через механізм регулювання платіжного балансу є застосування експортних субсидій, митних тарифів. У багатьох випадках традиційне валютне регулювання доповнюється введенням певних податків. Рівень податків за фінансовими операціями, методика визначення об'єктів оподаткування відіграють суттєву роль при проведенні валютних операцій і встановленні валютного курсу, тому податкову систему можна розглядати як інструмент валютної політики.

Таким чином, національна валютна політика країн має у своєму розпорядженні широкий спектр засобів впливу на валютний курс. Співвідношення між прямими та непрямими методами регулювання валютних відносин залежить від загального рівня економічного розвитку країни, а також від особливостей та умов функціонування системи валютних відносин. Адміністративні інструменти валютної політики є більш дієвими у короткий проміжок часу, однак їх тривале застосування може порушити принципи роботи валютного ринку. Найчастіше адміністративне регулювання валютного ринку застосовується в періоди дестабілізації валютного ринку та розвитку валютних криз. Більш прийнятними в умовах ринкової економіки є економічні інструменти, які використовуються за нормальних умов функціонування системи валютних відносин в країні.

### **3. Вплив валютної політики на розвиток національних економік.**

Розробка ефективного механізму валютної політики повинна ґрунтуватися на дослідженні того, яким чином зміни в пріоритетах та напрямках національної валютної політики впливають на розвиток національних економік. В умовах використання гнучкої системи курсоутворення формування валютного курсу відбувається на валютному ринку, тобто визначається в результаті взаємодії попиту та пропозиції валюти. В загальному вигляді процес формування валютного курсу виражає грошові вимоги та зобов'язання, пов'язані з міжнародним рухом товарів, послуг, капіталу, виробничим і науково-технічним співробітництвом, міграцією робочої сили, туризмом. Отже, здійснюючи вплив на динаміку валютного курсу, держава може відповідно впливати на перебіг зазначених процесів.

З іншого боку, валютний ринок, показником роботи якого виступає обмінний курс, є невід'ємною частиною національного ринку, а валютна політика є одним з напрямків економічної політики держави. Звідси, шляхом регулювання валютного курсу і валютного ринку держава може здійснювати необхідний вплив на інші сектори національної економіки, динаміку макроекономічних показників і діяльність окремих господарюючих суб'єктів.

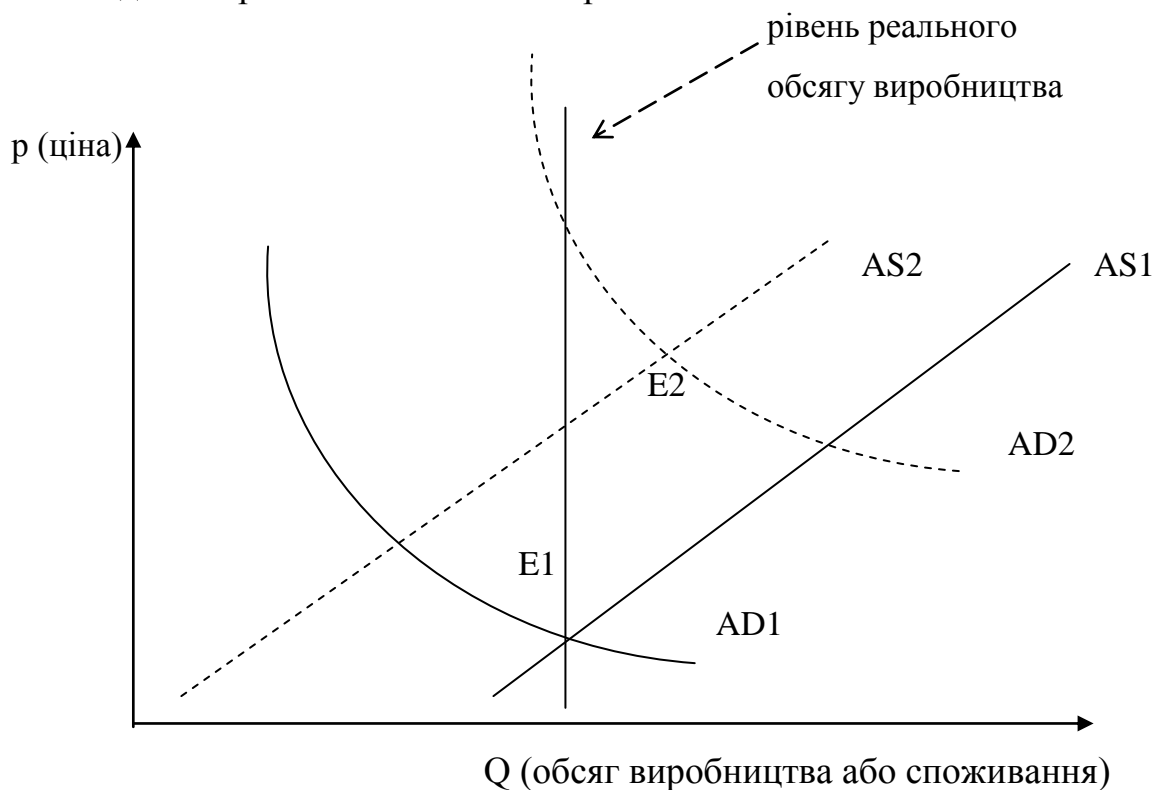
Нарешті, зважаючи на процеси глобалізації і інтеграції, що спостерігаються в розвитку сучасного світового господарства, логічним є припущення, що проведення певних заходів в рамках економічної політики однієї країни здійснить відповідний вплив на економіку інших країн. Не є

виключенням і валютна політика. Оскільки валютний курс показує співвідношення між валютами різних країн, то зміна валютного курсу в одній країні призведе до відповідної зміни валютного курсу та інших показників стану економіки в іншій країні.

Таким чином, проведення валютної політики та пов'язані з цим зміни валютного курсу впливають на розвиток економічних процесів за наступними напрямками:

1. Внутрішній вплив, тобто вплив на стан внутрішнього ринку країни.
2. Зовнішній вплив, тобто вплив на конкурентні переваги країни на зовнішніх ринках.
3. Міждержавний вплив, тобто вплив національної валютної політики на розвиток економічних процесів за кордоном.

Важливим напрямком впливу валютної політики на розвиток економіки є вплив на такі макроекономічні показники як сукупний попит і сукупна пропозиція (ВВП). Цей вплив здійснюється через рівень цін на фактори виробництва, тобто через виробничі витрати. Наприклад, вихідний стан виробництва та споживання в країні характеризується кривими сукупного попиту  $AD_1$  і сукупної пропозиції  $AS_1$  (рис.10.2). В цьому випадку економічна система знаходиться у стані рівноваги на довготермінових часових інтервалах  $E_1$ .



**Рис. 10.2. Вплив зміни валютного курсу на обсяги національного виробництва**

$AD_1$  і  $AD_2$  – сукупний попит до і після зниження валютного курсу;  
 $AS_1$  і  $AS_2$  – сукупна пропозиція до і після зниження валютного курсу;  
 $E_1$  – стан довготермінової рівноваги економіки;  
 $E_2$  – стан короткострокової рівноваги економіки.

Джерело: [11, С.86]



Якщо курс національної валюти відносно інших валют знижується, то це викликає наступний ефект: експорт товарів та послуг у країну зростає, а імпорт зменшується. В результаті зростання чистого експорту крива сукупного попиту зміщується з положення AD1 в положення AD2. В той же час крива сукупної пропозиції зміщується з положення AS1 в положення AS2, оскільки суб'єкти ринку очікують, що в результаті падіння курсу національної валюти зростуть ціни на залучені фактори виробництва. Відтак, вплив валютного курсу на динаміку показників національного виробництва здійснюється через величину чистого експорту, який залежить від наступних величин: обсягу ВВП; доходів інших країн, які визначають попит цих країн на товари національного виробництва; реального валютного курсу.

В результаті економічна система рухається до нового положення рівноваги на короткострокових часових інтервалах E2. В підсумку, зниження валютного курсу призводить до зростання рівня реального виробництва і підвищення рівня цін.

Для розвинутої економічної системи така ситуація є нормальною. Однак в короткостроковому періоді показники експорту та імпорту можуть виявитися нееластичними. Тому при зниженні валютного курсу спочатку чистий експорт може не тільки не зрости чи залишитися незмінним, а навіть зменшитися. Отже при неспівпаданні в часу реакції сукупного попиту і сукупної пропозиції на зміну валютного курсу (тобто якщо вплив шоку пропозиції відчувається економічною системою раніше, ніж аналогічний вплив на сукупний попит), миттєвою реакцією економічної системи стає підвищення рівня цін з одночасним незначним зростанням або навіть зниженням реальних обсягів виробництва. Аналогічно, зростання курсу національної валюти призводить до зниження загального рівня цін і відповідного зменшення реального обсягу виробництва.

В чистому вигляді зниження валютного курсу представляє собою експансивний, а підвищення валютного курсу – рестриктивний вплив на економічну систему. Однак коливання валютного курсу здійснюють не тільки кількісний, але й якісний вплив на сукупний попит і сукупну пропозицію. Так, зміни валютного курсу формують відповідну галузеву структуру виробництва і змінюють структуру сукупного попиту, переорієнтовуючи попит з вітчизняних товарів на імпортні (при зростанні курсу) або з імпортних товарів на вітчизняні (при зниженні курсу). Таким чином, коливання обмінного курсу національної валюти приводять економічну систему у стан шоку пропозиції, який є більш чи менш вираженим в залежності від масштабів курсових коливань. Оскільки зниження валютного курсу має позитивний вплив на ВВП країни, проведення девальвації національної валюти досить часто використовується в рамках валютної політики для здійснення експансивного впливу на національний ринок.

Валютна політика може здійснювати досить масштабний і різнобокий вплив на стан грошового ринку і монетарну політику. Перш за все, відчутний вплив на зміст та призначення монетарної політики здійснюється через вибір в рамках проведення валютної політики певного режиму курсоутворення. Так, в умовах фіксованого валютного курсу монетарна політика, як правило, втрачає свою незалежність. В економічній літературі досить поширене твердження про

те, що фіксований валютний курс та незалежна монетарна політика є несумісними. Якщо в країні використовується жорстка фіксація валютного курсу (наприклад, режим валютного правління), монетарна політика автоматично стає інструментом підтримки фіксації. Але, як показує досвід деяких країн (зокрема, Аргентини), навіть режим жорсткої фіксації може виявитися недієвим, оскільки якщо фіскальна політика недосконала і фінансова система слабка, однієї монетарної політики може бути недостатньо для підтримання обмінного курсу.

В деяких випадках в країні певний відрізок часу можуть співіснувати режим валютної прив'язки і незалежна монетарна політика, зокрема, якщо валютний курс не є заниженим. Але якщо при цьому країна має відкритий баланс руху капіталів, валютний курс піддається спекулятивним атакам і може спровокувати розвиток валютно-фінансової кризи, так що країна знов вимушена використовувати монетарну політику для захисту фіксованого курсу.

Використання країнами режиму фіксації курсу як частини політики подолання інфляції пов'язано з наступним. По-перше, фіксований валютний курс сприяє стабілізації цін і зменшенню темпів інфляції. По-друге, якщо в країні існує низька довіра до монетарної політики, то в разі проведення політики кредитної експансії учасники ринку будуть очікувати зростання рівня інфляції. Ефект інфляційного очікування буде наростати і призведе до реального підвищення темпів інфляції. Тоді країна може знизити темпи інфляції, прив'язавши курс національної валюти до валюти країни з високою довірою до грошової, зокрема антиінфляційної політики.

Країни, які використовують гнучкі режими курсоутворення, мають можливість проводити незалежну монетарну політику. При цьому, якщо в країні спостерігаються помірні темпи інфляції, часто в якості бази монетарної політики використовують таргетування інфляції.

Крім розглянутого впливу режимів валютного курсу на монетарну політику, на стан грошового ринку мають безпосередній вплив зміни валютного курсу. При цьому необхідно розрізняти офіційні зміни валютного курсу (девальвація або ревальвація) і ринкові зміни обмінного курсу. Офіційні зміни валютного курсу відіграють важливу роль у проведенні монетарної політики, оскільки динаміка грошової маси має певний зв'язок із коливаннями обмінного курсу. Прямий вплив валютного курсу на грошову масу відбувається в процесі здійснення нестерилізованих інтервенцій на валютному ринку, коли центральний банк купує або продає валютні резерви і відповідно впливає на грошову масу в країні. В загальному вигляді зміни номінального валютного курсу впливають на рівень інфляції, а також – особливо в країнах, економіка яких певною мірою доларизована – на стан фінансової системи і перерозподіл коштів між кредиторами і позичальниками.

Що стосується ринкових коливань валютного курсу, то вони впливають на зміст монетарної політики і певною мірою визначають процентну політику в країні. Так, коли спостерігається стрімке і тривале зниження курсу національної валюти, центральний банк буде проводити жорстку монетарну політику для зміцнення національної валюти. В такому випадку центральний

банк для обмеження грошової маси в обігу підвищує процентні ставки. Однак цей інструмент монетарної політики може досить ефективно застосовуватись тільки в короткостроковому періоді, оскільки дія завищених процентних ставок протягом тривалого терміну негативно впливає на функціонування економіки.

З іншого боку, при зростанні валютного курсу держава послаблює свої конкурентні позиції на зовнішніх ринках, тому для зниження валютного курсу центральний банк проводить експансивну монетарну політику. В рамках цієї політики центральний банк знижує процентні ставки для забезпечення вищого темпу зростання грошей в обігу. Таким чином, динаміка валютного курсу викликає коригування процентних ставок в рамках проведення відповідно рестриктивної або експансивної монетарної політики.

Одною з значущих властивостей валютної політики є її здатність впливати на сферу зайнятості навіть в тих випадках, коли застосування інших інструментів економічної політики є неможливим або нераціональним. При цьому необхідно відрізнити вплив змін валютного курсу на ринок праці в умовах фіксованого та плаваючого режимів курсоутворення.

Вплив валютної політики на сферу зайнятості в умовах фіксованого валютного курсу здійснюється наступним чином. Офіційна девальвація національної валюти викликає ефект прискорення темпів інфляції. Помірна інфляція спонукає зростання сукупного попиту, збільшення обсягів національного виробництва і відповідне зростання рівня зайнятості. Крім того, девальвація валюти здатна впливати на зайнятість і через зміну рівня заробітної платні. Так, інфляція, викликана девальвацією національної грошової одиниці, призводить до зниження рівня реальної заробітної платні (при цьому номінальна заробітна платня може залишатися незмінною або навіть зростати), що в свою чергу дозволяє знизити рівень безробіття.

Якщо курс національної валюти знижується (в результаті дії об'єктивних чинників або проведення заходів в межах валютної політики), обсяги експорту з країни зростають, а імпорт зменшується. В результаті спостерігається розширення виробництва та зростання зайнятості. Крім того, створюються умови для виникнення доданого сальдо балансу поточних операцій. Однак гнучкий валютний курс має тенденцію змінюватися. Тому в розглянутій вище ситуації завдяки зростанню експорту та скороченню імпорту пропозиція іноземної валюти зростає, а попит на неї зменшиться. Звідси, курс національної валюти починає підвищуватися, тобто валютний ринок повертається до первісного стану рівноваги і поточний баланс поступово вирівнюється.

Отже, при виборі режиму курсоутворення в рамках проведення національної валютної політики необхідно брати до уваги, що гнучкі режими мають в цьому аспекті більше переваг перед фіксованими режимами, оскільки гнучкий обмінний курс не тільки дозволяє здійснювати регулювання ситуації на ринку праці, але й здатний послабити конфлікт між цілями забезпечення повної зайнятості і вирівнювання балансу поточних операцій.

Крім прямого впливу на стан національної економіки через зміну валютного курсу, валютна політика активно впливає на економічну політику взагалі через вибір певного режиму курсоутворення. Наслідки та

результативність впливу бюджетної, фіскальної, грошово-кредитної та зовнішньоторговельної політики на внутрішній ринок суттєво відрізняються за умов використання фіксованих та плаваючих валютних курсів. Ці відмінності узагальнено в моделі Манделла-Флемінга, у якій визначається, як кожен з наведених вище напрямків економічної політики впливає на рух процентної ставки, національного доходу в економіці та номінального валютного курсу.

В системі плаваючого валютного курсу грошово-кредитна політика реалізується не через коливання процентної ставки, а через зниження валютного курсу, що має стимулюючий ефект. В той же час вплив на сукупний дохід бюджетної, фіскальної та зовнішньоторговельної політики компенсується гнучкістю валютного курсу. В умовах фіксованого валютного курсу бюджетна, фіскальна та зовнішньоторговельна політика впливають на зростання сукупного доходу, тоді як грошово-кредитна політика має нейтральні наслідки.

Узагальнивши ефект від проведення економічної політики при фіксованому та плаваючому валютних курсах, можна зробити висновок, що вибір режиму гнучкого обмінного курсу дає більше переваг країні, оскільки за плаваючого валютного курсу з'являється можливість регулювання економіки через проведення фіскальної, бюджетної, грошово-кредитної і зовнішньоторговельної політики. Використання фіксованого валютного курсу унеможливує ефективне застосування окремих форм економічної політики або робить їх застосування недоцільним, оскільки воно викликає нульовий (нейтральний) ефект.

Валютна політика може здійснювати значний вплив на зовнішньоекономічний стан країн. Зовнішньоекономічні позиції країни, її здатність відповідати по зовнішнім зобов'язанням в значній мірі визначається обсягами офіційних резервів, що знаходяться у розпорядженні центрального банку (золотовалютні або міжнародні резерви). Рівень валютного курсу також залежить від наявного обсягу золотовалютних резервів. По-перше, забезпеченість грошової маси певними обсягами валютних резервів є необхідною, оскільки валютні резерви визначають можливість центрального банку проводити валютні інтервенції і відповідно регулювати валютний курс. По-друге, вважається, що обсяги емісії не повинні перевищувати обсяги золотовалютних резервів більш ніж в 1,2 рази, щоб не створювати умови для девальвації національної валюти.

Однак існує і зворотній вплив валютної політики і динаміки валютного курсу на золотовалютні резерви. Перш за все, вплив валютної політики на валютні резерви здійснюється через проведення валютних інтервенцій. Так, валютна політика, що спрямована на підвищення курсу національної валюти і реалізується шляхом продажу центральним банком іноземної валюти на валютному ринку, призведе до скорочення офіційних запасів іноземної валюти. Крім того, зміни валютного курсу викликають збільшення або зменшення мінімального необхідного обсягу золотовалютних резервів. Так, загальноприйнятий мінімальний обсяг валютних резервів повинен становити вартість 3-місячного імпорту країни. За умов ревальвації національної валюти

імпорт країни зростає і відповідно зростає мінімальна необхідна величина міжнародних резервів.

Аналогічно, девальвація національної валюти призведе до зменшення мінімального обсягу офіційних резервів, а одночасний приплив іноземної валюти на валютний ринок завдяки зростанню експорту надасть можливість центральному банку поповнити свої офіційні запаси валюти.

Нарешті, зміни валютного курсу можуть впливати на номінальний обсяг валютних резервів і викликають появу курсових різниць. Як правило, валютні резерви, що виражені в іноземній валюті, оцінюються в національній валюті за допомогою обмінного курсу. При змінах валютного курсу змінюється і номінальний вираз резервів в національній валюті. Це, в свою чергу, призводить до появи курсових різниць (курсних прибутків або збитків) центрального банку.

Таким чином, валютна політика здатна впливати не тільки на динаміку, але й на структуру золотовалютних резервів. Так, досить поширеним останнім часом є такий інструмент валютної політики як диверсифікація валютних резервів, яка дозволяє формувати розгалужену структуру резервів з точки зору присутності в їх складі різних валют. В цілому, довгострокова динаміка золотовалютних резервів віддзеркалює стан валютно-фінансового сектору країни і значною мірою характеризує ефективність національної валютної політики.

Здійснюючи управління валютним курсом, держава може впливати на попит і пропозицію валюти, динаміку операцій із закордоном, а відтак, на стан платіжного балансу. Можливість регулювання платіжного балансу через проведення валютної політики підтверджується як теоретичними розробками, так і практичним досвідом розвинутих країн. Оскільки вплив валютної політики на окремі складові частини платіжного балансу є неоднаковим, то для визначення сукупного ефекту змін валютного курсу на стан платіжного балансу необхідно розглянути відповідний вплив на його структурні елементи. Перш за все, валютну політику часто використовують як інструмент регулювання зовнішньоторговельного балансу завдяки впливу, який здатні здійснити зміни валютного курсу на динаміку експорту і імпорту товарів та послуг.

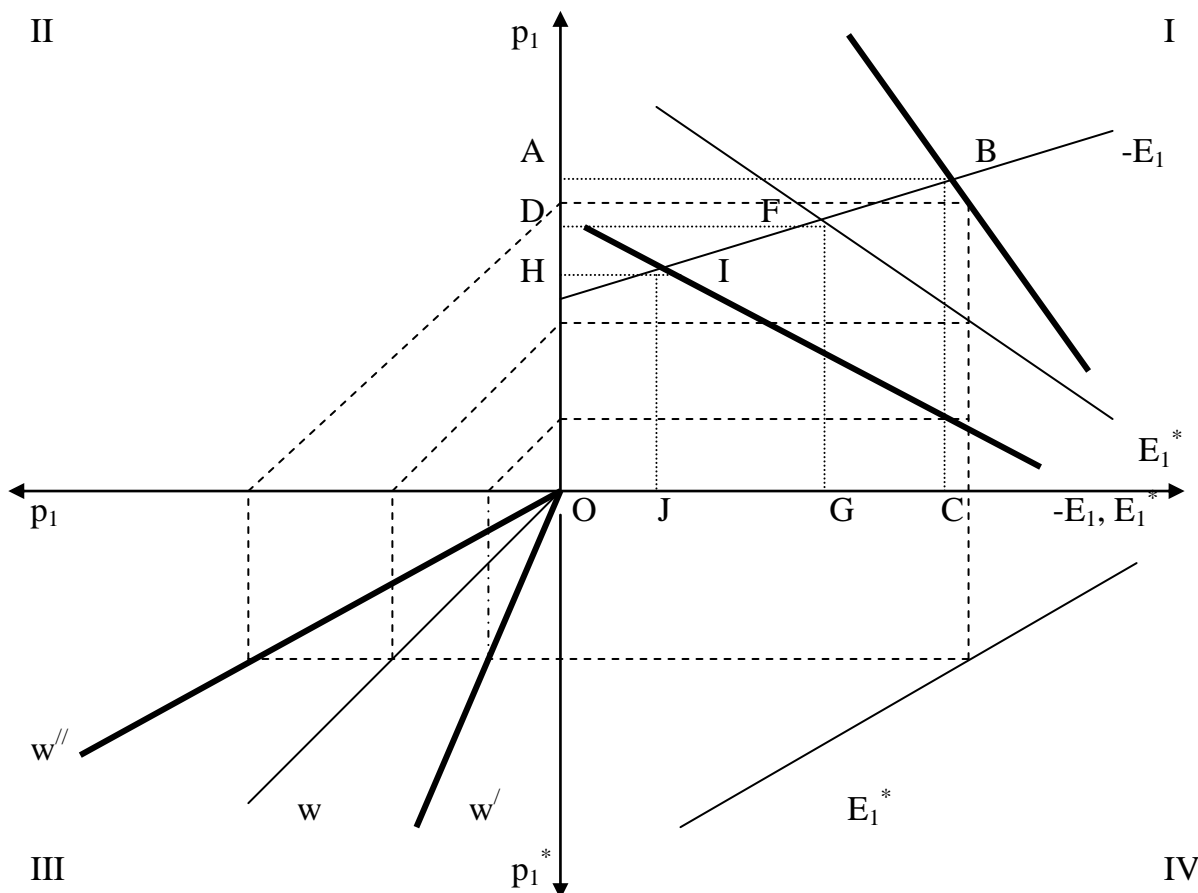
Вплив валютної політики на експорт товарів та послуг шляхом регулювання валютного курсу здійснюється через зміну цінової конкурентоспроможності експортних товарів.

Наприклад, пропозиція експортних товарів і попит закордону на імпорт цих товарів відповідно характеризуються кривими  $E_1$  і  $E_1^*$  при валютному курсі  $w$  (рис. 10.3).

Квадрант I відображає функції пропозиції експорту країни ( $E_1$ ) і попиту закордону на імпорт ( $E_1^*$ ) залежно від внутрішньої ціни країни ( $p_1$ ). За допомогою квадранту II ціни країни переносяться з горизонтальної на вертикальну вісь. Квадрант III зображує валютний курс ( $w$ , національна валюта за одиницю іноземної валюти). В квадранті IV наведено функцію попиту закордону на імпорт з даної країни  $E_1^*$  залежно від ціни закордону  $p_1^*$ .

Якщо національна валюта зазнає ревальвації (крива валютного курсу переміщується з  $w$  до  $w'$ ), то національні товари стають для закордону

дорожчими (погіршується їх цінова конкурентоспроможність), і попит на них зменшується (крива  $E_1^*$  переміщується вліво вниз). Відповідно, вартісний обсяг експорту скорочується з ODFG до ОНІІ. Аналогічно, при девальвації національної валюти (крива  $w$  зсувається до  $w''$ ) підвищується цінова конкурентоспроможність національних товарів, зростає попит на них (крива  $E_1^*$  переміщується вправо вгору) і збільшуються вартісні обсяги експорту (з ODFG до OABC).



**Рис. 10.3. Вплив зміни валютного курсу на експорт товарів та послуг**  
 $-E_1$  – пропозиція експортних товарів країни;  
 $E_1^*$  – попит закордону на імпорт товарів з країни;  
 $w, w', w''$  – відповідно первісний валютний курс, ревальвований курс і девальвований курс;  
 $p_1$  і  $p_1^*$  – відповідно внутрішня ціна товарів в країні і ціна товарів за кордоном.

Джерело: [11, С.348]

Такий вплив змін валютного курсу на динаміку експорту характерний для короткострокового періоду. Оскільки плаваючі валютні курси схильні до значних коливань, їх вплив на експорт товарів та послуг характеризується скоріше короткостроковим і середньостроковим ефектом. Якщо ж валютний курс фіксується державою, то він має можливість впливати на експорт досить тривалий період часу. У зв'язку з цим для національної економіки виникають загрози, пов'язані із значним завищенням або заниженням обмінного курсу.

Завищений курс національної валюти призводить до погіршення позицій національних виробників на внутрішньому і зовнішніх ринках при одночасному покращенні позицій іноземних виробників на внутрішньому ринку. Якщо завищення валютного курсу продовжується протягом тривалого часу, то іноземні виробники закріплюються на внутрішньому ринку країни, і навіть зниження курсу національної валюти не допоможе відновити позиції вітчизняних виробників.

У випадку тривалого заниження валютного курсу створюються сприятливі умови для експорту, і експортувати свою продукцію починають навіть ті галузі, товари яких не є реально конкурентоспроможними. Звідси, може виникнути невиправдана і надмірна експортна орієнтація економіки. Таким чином, в довгостроковому періоді зміни валютного курсу викликають зміни в структурі експорту, впливають на регіональні та міжгалузеві пропорції в економіці.

Вплив валютної політики на імпорт товарів та послуг шляхом регулювання валютного курсу здійснюється в трьох напрямках: вплив на ціни імпортованих товарів в національній валюті; вплив на фізичні обсяги імпорту; загальний вплив на вартість імпорту. Між цінами на імпортовані товари в національній валюті і валютним курсом існує прямий зв'язок: ревальвація національної валюти зменшує ціни на імпортовані товари, а девальвація призводить до підвищення цін. Щодо реакції фізичних обсягів імпорту на зміни валютного курсу, то така реакція вважається незначною, оскільки на цей показник значною мірою впливають інші фактори, визначальним серед яких є динаміка внутрішнього попиту. Вплив валютного курсу на вартісні обсяги імпорту є більш складним.

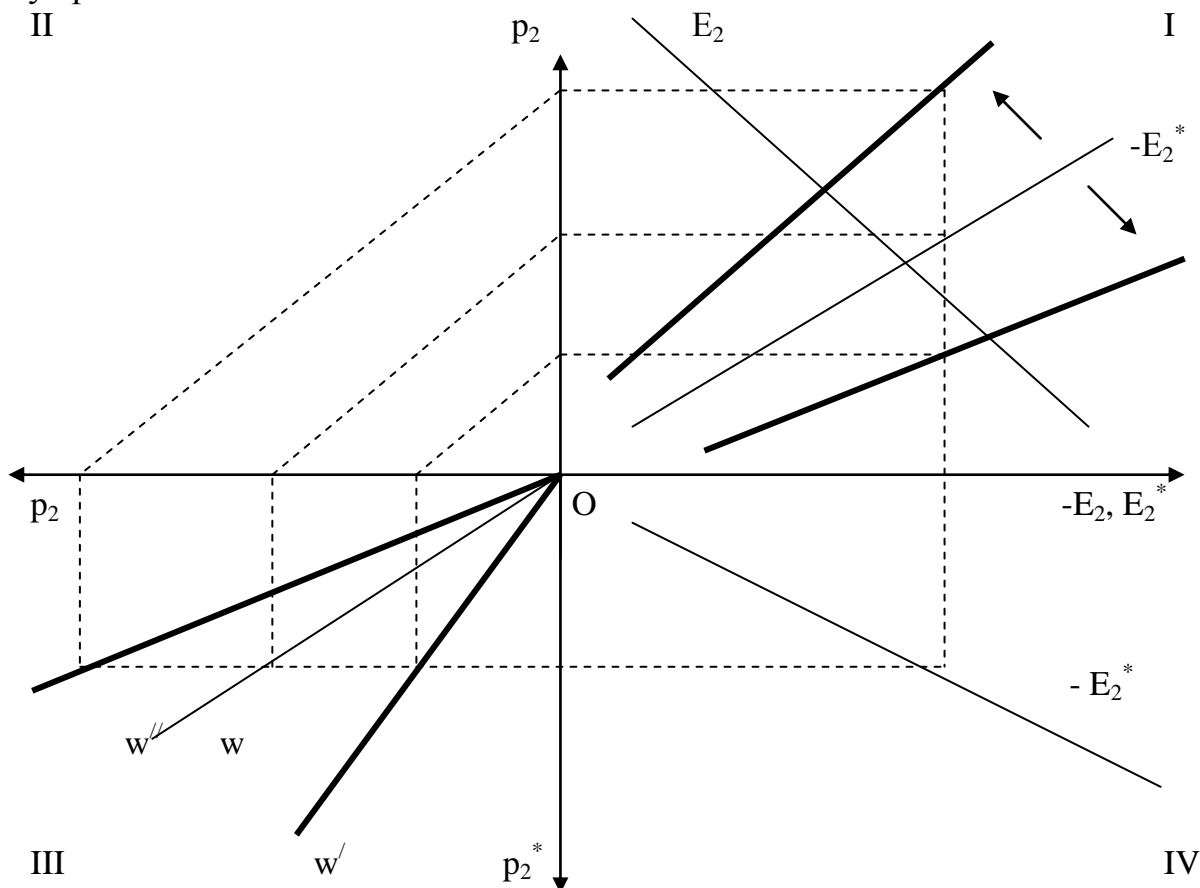
Наприклад, криві  $E_2$  і  $E_2^*$  характеризують відповідно попит країни на імпорт і пропозицію імпорту зарубіжжям при валютному курсі  $w$  (рис.10.4).

В квадранті I зображено попит країни на імпорт ( $E_2$ ) і пропозиція імпорту закордоном ( $E_2^*$ ) залежно від внутрішніх цін країни  $p_2$ . Квадрант II переносить ціни з горизонтальної на вертикальну вісь. В квадранті III представлено валютний курс ( $w$ ). Квадрант IV містить функцію пропозиції імпорту залежно від цін закордону  $p_2^*$ .

Якщо національна валюта зазнає ревальвації (валютний курс змінюється з  $w$  до  $w'$ ), то вартість імпортованих товарів в іноземній валюті зростає, і пропозиція товару теж збільшиться ( $E_2^*$  зміщується вправо вниз). Ціна імпортованих товарів в національній валюті знижується, а обсяги імпорту зростають. Аналогічно, при падінні курсу національної валюти ( $w$  зміщується до  $w''$ ) ціна імпортованих товарів в національній валюті підвищується, а обсяги імпорту зменшуються. В такій ситуації неможливо зробити однозначний висновок про загальну зміну вартості імпорту в національній валюті в результаті підвищення або зниження валютного курсу без певних алгебраїчних розрахунків.

При використанні валютної політики як інструменту регулювання зовнішньоторговельного балансу необхідно брати до уваги, що експорт і імпорт реагують асиметрично в часі на зміни валютного курсу. Якщо теоретично девальвація призводить до активізації сальдо поточного балансу, то на практиці

часто спостерігається ситуація, коли після девальвації сальдо, розраховане в національній валюті, спочатку має тенденцію до зменшення, що зображено на рис. 10.5, а потім до зростання. Цей ефект отримав назву ефекту кривої J або ефекту тростини.



**Рис. 10.4.** Вплив зміни валютного курсу на імпорт товарів та послуг

$E_2$  – попит країни на імпорт;

$-E_2^*$  – пропозиція імпорту за кордоном;

$w, w', w''$  – відповідно первісний валютний курс, ревальвований курс і девальвований курс;

$p_2$  і  $p_2^*$  – відповідно внутрішня ціна товарів в країні і ціна товарів за кордоном.

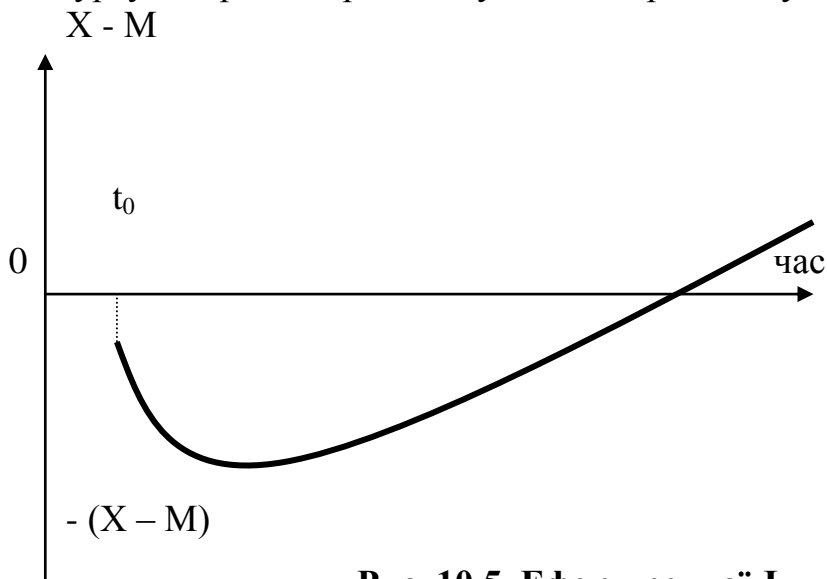
Джерело: [11, С.349]

Зазначений ефект виникає внаслідок більш швидкого зростання імпорتنих цін (тобто в результаті девальвації внутрішня ціна у національній валюті на імпортні товари зростає швидше, ніж знижується ціна в іноземній валюті на експортні товари). Спочатку імпорт характеризується низькою ціновою еластичністю, і обсяги експорту і імпорту майже не змінюються, тому вартість імпорту зростає.

Витрати на більш дорожчий імпорт не компенсуються збільшенням доходів від кількісного зростання експорту, і в короткотерміновому періоді може виникнути тенденція до пасивізації сальдо поточного балансу. Але з часом еластичність експорту і імпорту зростає, попит переключається на



вітчизняні товари. В результаті в довготерміновому періоді експорт зростає, імпорт зменшується, і сальдо зовнішньоторговельного балансу відповідно активізується. Отже, баланс поточних операцій неоднаково реагує на зміну валютного курсу в короткостроковому і довгостроковому періодах.



**Рис. 10.5. Ефект кривої J**

*Джерело:* [11, С.355]

Враховуючи загальний вплив валютної політики на експорт та імпорт товарів та послуг, можна зробити висновок, що при зростанні курсу національної валюти (ревальвація) сальдо зовнішньоторговельного балансу зменшується, а при зниженні курсу (девальвація) – зростає. Така реакція сальдо поточного балансу на зміну валютного курсу вважається нормальною. Але в деяких випадках зміна валютного курсу в рамках проведення валютної політики може не вплинути на зовнішньоторговельний баланс. Висока еластичність попиту країни на імпорт дозволяє шляхом незначної зміни валютного курсу суттєво змінити обсяги імпорту. Якщо ж попит країни на імпорт або попит зарубіжжя на експорт країни є нееластичними, то сальдо зовнішньоторговельного балансу не реагує на зміну валютного курсу. В такому разі використання валютного курсу як інструменту регулювання балансу поточних операцій стає неможливим.

Серед важливих властивостей національної валютної політики значне місце займає її здатність впливати на рух капіталів через зміну валютного курсу. При цьому коливання валютного курсу можуть впливати як на напрямки, так і на динаміку руху капіталів. Зазвичай в наукових дослідженнях окремо розглядається вплив валютної політики на рух прямих та рух портфельних інвестицій. Пряме інвестування, як правило, здійснюється на довгостроковій основі, тому на нього більше впливає фіксований валютний курс (при фіксованому режимі курсоутворення дія валютного курсу має середньостроковий та довгостроковий характер). Портфельний капітал є більш мобільним, тому на нього більший вплив здійснює гнучкий валютний курс (дія плаваючого валютного курсу носить скоріше короткостроковий характер).

За умов використання в країні гнучкого режиму курсоутворення, вплив обмінного курсу на рух капіталів триває недовго, і економічна система зазвичай повертається до первісного стану. Зростання експорту капіталу внаслідок підвищення валютного курсу призводить до зменшення пропозиції іноземної валюти. Курс іноземної валюти підвищується, а курс національної валюти відповідно знижується, тобто валютний ринок рухається до стану рівноваги.

У випадку, коли валютний курс в країні є фіксованим, після ревальвації (девальвації) національної валюти обмінний курс може триматися на новому рівні досить довго. При цьому валютний курс часто виявляється завищеним або заниженим відносно паритету купівельної спроможності. Особливе значення динаміка валютного курсу по відношенню до ПКС має для прямого інвестування. Так, при завищенні курсу протягом тривалого часу відбувається відтік капіталу з країни (в основному у формі прямих зарубіжних інвестицій та кредитів), внаслідок чого формується від'ємне сальдо платіжного балансу. У випадку значного заниження валютного курсу стимулюється надходження капіталу в країну у вигляді прямих іноземних інвестицій. Це пов'язане ще й з тим, що при низькому обмінному курсі імпорту дорожчає, і стає більш вигідним перенести виробництво товарів, що раніше імпортувалися, в саму країну.

Що стосується руху портфельного капіталу, то для його регулювання в системі валютної політики крім змін валютного курсу використовується такий інструмент як дисконтна політика. Це дає можливість центральному банку оперувати одним з інструментів в залежності від конкретної ситуації. Якщо процентні ставки є стабільними, більше уваги приділяється регулюванню валютного курсу; якщо зміна валютного курсу є на даний момент неможливою, рух портфельного капіталу регулюється через зміну процентних ставок.

В цілому вплив валютного курсу на рух портфельного капіталу базується на паритеті процентних ставок і теорії форвардних курсів. Згідно з цією теорією, очікуваний в певний момент поточний валютний курс дорівнює форвардному курсу. Якщо обмінний курс перевищує очікуваний в майбутньому рівень, то спостерігається відтік портфельного капіталу. У випадку зменшення валютного курсу нижче від очікуваного рівня буде зростати приплив капіталу.

З переходом до плаваючих валютних курсів на валютному ринку зросли обсяги спекулятивних операцій, які базуються на очікуванні змін у динаміці обмінних курсів. Відтак, з'являються спекулятивні потоки капіталів, основна мета руху яких – отримання прибутку за рахунок коливань обмінних курсів. Якщо економічні агенти очікують підвищення валютного курсу (або ревальвацію в умовах фіксованих курсів), то буде спостерігатися масовий приплив спекулятивного капіталу в країну, а після фактичного підвищення курсу або ревальвації капітал повертається до країни-інвестора. Рух такого спекулятивного капіталу зазвичай призводить до значних коливань валютного курсу і може стати причиною погіршення ситуації в національній економіці.

Таким чином, інтегрованим ефектом впливу валютної політики і динаміки валютного курсу на експорт-імпорту товарів (послуг) та рух капіталів є зміна сальдо платіжного балансу. В цілому стан платіжного балансу країни

відображає вплив валютних співвідношень та динаміки валютного курсу на зміст, структуру та динаміку її економічних відносин з іншими країнами світу.

Одним з показників зовнішньоекономічної позиції країни, що в значній мірі характеризує її фінансовий стан, є величина та динаміка зовнішнього державного боргу. Оскільки зовнішній борг може бути виражений як в національній валюті, так і в іноземній, зміна валютного курсу здійснює суттєвий вплив на розмір зовнішньої заборгованості. Девальвація грошової одиниці, крім збільшення зовнішнього боргу, вираженого в національній валюті, може викликати низку інших негативних наслідків для економіки. Якщо збільшений розмір виплат по боргу не покривається надходженнями іноземної валюти від зростаючого внаслідок девальвації експорту, то спостерігається зростання державних видатків і відповідно дефіциту бюджету.

Девальвація сама по собі створює додатковий інфляційний тиск на економіку; більше того, держава може прискорити темпи інфляції, здійснивши емісію для вирішення проблеми бюджетного дефіциту. В результаті, в країні спостерігається відтік капіталу, який призводить до подальшої девальвації національної валюти. Отже, країна може потрапити в інфляційну спіраль, тоді як боргова криза буде продовжувати розвиватися. З іншого боку, при ревальвації національної валюти загальна сума боргу і розмір виплат по ньому зменшуються. Саме тому цей інструмент валютної політики іноді використовується як засіб часткового вирішення проблеми зовнішньої заборгованості, однак здійснюється це за рахунок послаблення зовнішньоторговельних позицій країни.

Проведення валютної політики в одній країні здійснює зворотний вплив на економіку інших країн, зокрема, країн-торговельних партнерів, який передається через механізм зовнішньоекономічної діяльності. Цей вплив охоплює сферу зайнятості, виробництва, грошовий ринок тощо. Характерною рисою розвитку сучасного світового господарства є поживлення процесів інтеграції та глобалізації, внаслідок чого підвищується ступінь взаємозалежності між економіками країн.

Значний вплив валютна політика країни може здійснювати на виробництво і зайнятість в інших країнах. Офіційна девальвація національної валюти призводить до підвищення конкурентоспроможності національних товарів, збільшення обсягів національного виробництва і зайнятості. Одночасно в інших країнах спостерігається ревальвація національних валют, їх товари стають неконкурентоспроможними, в результаті чого зменшуються обсяги національного виробництва і зайнятості. Така політика отримала назву «beggar thy neighbor» або «розорення своїх сусідів», оскільки покращення ситуації в країні досягається коштом погіршення економічного стану інших країн. Це може змусити інші країни теж вдатися до девальвації національних валют для підвищення своєї конкурентоспроможності. Таким чином, може виникнути коло послідовних девальвацій у всьому світі.

Узагальнюючи можливі наслідки впливу валютної політики на розвиток економічних процесів, можна зробити висновок, що зміни валютного курсу по-різному впливають на економіку в короткостроковому і довгостроковому

періодах. Вплив валютного курсу на стан економіки в значній мірі залежить від режиму встановлення валютного курсу (фіксація або плавання). Нарешті, один і той же захід, проведений в рамках валютної політики, викликає неоднакову реакцію з боку окремих явищ та процесів в економіці. Досягнення поставленої мети в результаті проведення валютної політики може супроводжуватися погіршенням ситуації в інших секторах економіки, тому реалізації валютної політики повинне передувати чітке визначення мети здійснення певних заходів і розробка виваженої політики регулювання валютного курсу з урахуванням всіх можливих наслідків для обмеження негативного впливу на економіку. Зміна валютного курсу може мати певний ефект лише деякий час, і однієї валютної політики замало для вирішення певних економічних проблем, так що політика в сфері регулювання валютного курсу повинна проводитися в комплексі з іншими заходами економічної політики.

#### **4. Напрями узгодження валютної політики країн в умовах глобалізації.**

В умовах підвищення ступеню відкритості національних економік та активізації зовнішньоекономічної діяльності країнам стає все складніше підтримувати стабільність валютних систем, оскільки вони стають більш залежними від зовнішніх чинників, у тому числі, від валютної політики країн-партнерів. В результаті розвитку процесів економічної інтеграції і глобалізації у країн виникають спільні проблеми валютного характеру, які неможливо вирішити на рівні однієї країни. Відтак, виникає необхідність узгодження валютної політики країн світу з метою вирішення спільних валютних проблем.

Практика проведення валютної політики країнами з різними типами економічних систем показує, що в сучасних умовах традиційні інструменти валютної політики часто є недієвими. Важелі валютної політики, які довгий час використовувались достатньо ефективно, або не приносять очікуваного ефекту, або їх застосування з тих чи інших причини стає неможливим. Це пов'язано перш за все з тим, що світовий валютний ринок за останні роки значно змінився, а механізм його регулювання продовжує функціонувати без відповідних змін. Одним з головних чинників, що вже змінили і продовжують змінювати умови функціонування світового валютно-фінансового середовища на сучасному етапі розвитку світового господарства, є процеси глобалізації.

Крім фінансової глобалізації, важливим чинником, що викликає необхідність міждержавного узгодження валютної політики, є розвиток процесів регіональної економічної інтеграції, які зумовлюють необхідність впровадження спільних заходів валютної політики країн-учасниць інтеграційних угруповань. В свою чергу, наявність спільної валютної політики сприяє взаємопроникненню національних економік, подальшому розвитку економічної інтеграції. Оскільки регулювання валютних відносин може здійснюватись на різних рівнях, ефективний механізм координації валютної політики теж складається з кількох рівнів, кожен з яких спирається на певні

заходи щодо узгодження політики. Так, вже існуючі та перспективні *напрями валютного співробітництва* можна віднести до одного з чотирьох рівнів:

- ✓ міждержавного;
- ✓ регіонального;
- ✓ наднаціонального;
- ✓ глобального.

Першим кроком до розробки та проведення спільної валютної політики є *міждержавне співробітництво з валютно-фінансових питань*, яке, як правило, має двосторонній характер і оформлюється двосторонніми міждержавними угодами. Найпростішим напрямом такої співпраці є узгодження застосування окремих інструментів валютної політики. Наприклад, девальвація валюти в одній країні часто розглядається як проведення політики «розорення сусідів», оскільки при цьому для національних експортерів створюються більш сприятливі умови на зовнішніх ринках. Проведення спільної девальвації національних валют не тільки дозволить уникнути небажаних перекосів у курсових співвідношеннях, але й може сприяти покращенню зовнішньоекономічних та політичних відносин між країнами. Двосторонні валютні угоди можуть укладатися на основі як узгодження всіх головних форм проведення валютної політики, так і координації окремих її інструментів, зокрема, спільного управління офіційними резервами, узгодженого регулювання процентних ставок, спільної девальвації або ревальвації національних валют, встановлення єдиних валютних обмежень тощо.

Достатньо ефективною формою узгодження валютної політики на рівні окремих країн, яка дозволяє встановлювати більш довгострокові міждержавні валютні відносини і сприяє розвитку інтеграційних процесів, є впровадження *офіційної доларизації*. Офіційна доларизація є менш розповсюдженою, ніж неофіційна, і сьогодні використовується кількома країнами, що розвиваються. З прийняттям рішення про офіційну доларизацію в країні повинні бути вирішені певні питання, пов'язані з подальшим функціонуванням національних валютної і грошової систем і необхідністю їх реформування, зокрема:

- 1) обґрунтування необхідності продовження виготовлення та використання національних грошей або повної відмови від них;
- 2) визначення рівня, на якому буде встановлено валютний курс для обміну національної валюти на долари;
- 3) визначення обсягу валютних резервів, необхідних для проведення доларизації;
- 4) розробка механізму реорганізації національної банківської системи.

Впровадження доларизації може відбуватися з оформленням офіційної угоди між країнами або без нього. Так, Панама і Ліберія досить успішно впровадили доларизацію без підписання офіційної угоди з США. Незалежно від способу, яким країна впроваджує доларизацію, вона позбавляється можливості регулювання грошової пропозиції, валютного курсу і процентної ставки, і всі повноваження здійснення монетарної політики переходять до центрального банку країни, валюта якої впроваджується (наприклад, до Федеральної Резервної Системи США).

Впровадження доларизації може мати позитивні та негативні наслідки як для доларизованої країни, так і для країни, валюта якої впроваджується як законний платіжний засіб (таблиця 10.1). При цьому, при вирішенні питання доларизації необхідно використовувати мікроекономічний аналіз, оскільки саме індивідуальний споживач має вирішувати, яку валюту використовувати в якості законного платіжного засобу.

Таблиця 10.1

### Позитивні та негативні наслідки офіційної доларизації

Позитивні наслідки	Негативні наслідки
<i>Для доларизованої країни</i>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Відбувається зниження рівня інфляції і процентної ставки, підвищення рівня зайнятості та прискоренні економічного зростання.</li> <li>- Доларизація дозволяє запобігати валютним кризам та кризам платіжного балансу. За відсутності національної валюти неможливе її різке знецінення або неочікуваний відтік капіталу через ризик девальвації.</li> <li>- Зниження вартості операцій і гарантія стабільності доларових цін забезпечують більш тісну інтеграцію з глобальною економікою і економікою США.</li> <li>- Приймаючи доларизацію і повністю відмовляючись від можливості інфляційного фінансування, країни створюють стабільну базу функціонування фінансових установ і позитивний клімат для внутрішнього та зовнішнього інвестування.</li> <li>- Доларизація підвищує бюджетну дисципліну. З одного боку, неможливість здійснення додаткової емісії в умовах доларизації зменшує загрозу зростання рівня інфляції. З іншого боку, позбавлений права емісії, уряд буде шукати більш ефективних засобів фінансування бюджетного дефіциту.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Втрата можливості проведення незалежної грошово-кредитної та валютної політики, у тому числі можливості використання кредитів центрального банку для підвищення ліквідності банківського сектора у надзвичайних випадках. При цьому єдиним (або основним) інструментом регулювання економіки стає бюджетна політика, що значно зменшує здатність країни протидіяти економічним шокам.</li> <li>- Неотримання урядом сеньйоражу.</li> <li>- Країни часто не бажають відмовлятися від власної національної валюти як символу державності, особливо на користь валюти іншої країни. Тому на практиці впровадження офіційної доларизації може супроводжуватись достатньо сильною політичною протидією.</li> <li>- Центральний банк країни-емітента може приймати рішення, що не відповідають конкретній економічній ситуації у доларизованій економіці</li> <li>- Доларизація позбавляє уряд важливого інструменту врівноваження державного бюджету. В умовах зростання дефіциту бюджету уряду необхідно мати змогу проводити власну монетарну політику, зокрема, здійснювати додаткову емісію з метою фінансування бюджетного дефіциту.</li> </ul>
<i>Для країни-емітента валюти, що впроваджується в обіг</i>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Країна отримує додатковий сеньйораж від зростання доларової грошової бази.</li> <li>- Країна отримує певні переваги у зовнішній торгівлі: 1) зменшаться витрати на встановлення та здійснення зовнішньоекономічних зв'язків з доларизованою країною; 2) доларизована країна не зможе більше проводити девальвацію власної валюти для отримання цінових переваг при здійсненні експорту.</li> <li>- Розширення зони функціонування</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Доларизована країна може намагатися здійснювати тиск на центральний банк країни-емітента для проведення монетарної політики, що суперечить її цілям.</li> </ul>

національної валюти є вигідним для країни, оскільки дозволить запобігти її витісненню з позицій найбільш використовуваних валют.	
--	--

Мікроекономічний підхід при оцінці доцільності доларизації не означає заміну монопольної ролі національної валюти монопольною роллю іноземної валюти, але передбачає використання доларизації як способу досягнення відкритої конкуренції між валютами. Така позиція передбачає, що спочатку в країні впроваджується часткова доларизація, за якої національна та іноземна валюта використовуються паралельно. Якщо при цьому суб'єкти господарювання більше довіри виявляють до іноземної валюти, відмовляючись від використання національної грошової одиниці, то часткова доларизація може перерости в офіційну повну доларизацію.

Зазвичай, в якості найбільш вірогідних претендентів на впровадження американського долара у законний внутрішній обіг розглядаються країни, що вже є високо інтегрованими з США в плані торгівлі та фінансових відносин (перш за все країни Латинської Америки). Доларизація може також ефективно використовуватись країнами з валютними ринками, що розвиваються, які постійно стикаються зі змінами в русі капіталу, але в економічному сенсі не обов'язково є тісно інтегрованими з США. Для цих країн чим ширше долар США вже використовується на їх товарних та фінансових ринках, тим менше переваг від збереження власної національної валюти. У випадку найбільш високо доларизованих країн емісійний дохід буде низьким, девальвація валюти ризикованою внаслідок наявності відкритих позицій банків і корпорацій, а валютний курс не зможе слугувати інструментом валютної політики, тому що деноміновані в доларі ціни будуть відносно стабільними. В таких випадках офіційна доларизація може принести країні більше вигод, ніж витрат.

Зважаючи на зміни, що відбуваються в системі використання провідних валют світу, у майбутньому, скоріше за все, відбудеться деяка переорієнтація доларизованих країн з долара США на інші світові валюти, зокрема, спостерігатиметься більш активне використання євро як законного платіжного засобу в країнах за межами Європейської валютної системи.

Досить розвиненою формою валютної співпраці в групі розвинутих країн і країн, що розвиваються, є *регіональне співробітництво*, яке здійснюється в формі створення валютних (грошових) союзів (більш докладно валютні союзи розглянуто у темі 4).

Наступний напрям валютної співпраці реалізується через механізм *функціонування міжнародних організацій* (перш за все, МВФ та групи Світового банку), які особливо важливу роль повинні відігравати при вирішенні валютних проблем країн, що розвиваються, та країн з перехідною економікою. Цей рівень валютного співробітництва носить комплексний характер, оскільки крім безпосередньо валютних питань, він охоплює фінансово-кредитну діяльність міжнародних організацій в багатьох інших сферах (природоохоронній, соціальній тощо). Зазначений напрям валютної співпраці не є новим, але міжнародні фінансові інститути, створені для розв'язання

фінансових протиріч і криз, не справляються з покладеними на них завданнями. Перегрупування сил між економічними центрами світу і вільний перелив капіталу з країни в країну з використанням нових комунікаційних технологій можуть дестабілізувати світові фінансові ринки, оскільки регулювання таких великих потоків капіталу є дуже складним.

Однією з причин різкої критики МВФ в останні роки є не тільки нездатність фонду передбачати розвиток валютно-фінансових криз, але й розробляти дієві заходи щодо їх подолання. МВФ використовує застарілі рекомендації щодо виходу з фінансової кризи і при розробці рекомендацій для країн, що розвиваються, та країн з перехідною економікою щодо подолання валютно-фінансових потрясінь недостатньо враховує специфічність їх фінансових секторів. Навіть ті, що підтримують політику МВФ в країнах, що розвиваються, вважають, що мільярди доларів надаються тим або іншим країнам без достатньо глибокого аналізу самої кризи в кожному конкретному випадку. Так, в 26 з 28 країн Латинської Америки, які активно використовували позики МВФ в 1980 році, все закінчувалося розгортанням фінансових криз. Для врегулювання валютних проблем в цих країнах часто пропонуються механізми, придатні для використання розвинутими державами, і зовсім не призначені для застосування в умовах валютних ринків, що формуються.

На сучасному етапі розвитку світового господарства міжнародним організаціям доцільно використовувати більш диференційований підхід при розробці стратегій виходу з валютної кризи в різних країнах. При цьому діяльність міжнародних валютно-кредитних установ повинна бути спрямована як на подолання наслідків валютних потрясінь, так і на вчасне передбачення валютних проблем. Крім того, важливою функцією міжнародних валютно-кредитних організацій як суб'єктів координації валютної політики на міжнародному рівні повинне стати сприяння країнам-учасникам у розвитку ними інших напрямів валютного співробітництва.

Вищезазначені напрямки валютної стабілізації не є новими і вже досить довго використовуються з більшою або меншою ефективністю. Найменш розвиненим на сьогодні є *глобальний рівень валютного співробітництва*, основні напрями якого знаходяться на стадії обговорення.

Одним із заходів глобального валютного співробітництва, який поки що обговорюється лише в теорії, є впровадження *міжнародного оподаткування валютних операцій*. Міжнародна система оподаткування нараховує кілька різновидів податків. Загальний принцип використання міжнародних податків полягає в тому, що база оподаткування повинна бути якомога ширшою, а податкова ставка – найнижчою. За критерієм максимізації фіскального потенціалу залежно від величини бази податку найперспективнішим стає оподаткування валютних операцій, оскільки в масштабах світової економіки обсяг операцій з обміну іноземних валют перевищує один трильйон доларів на добу при тенденції до постійного зростання.

У 1972 р. американський економіст, професор Єльського університету Джеймс Тобін уперше запропонував запровадити податок на валютні операції (*currency transaction tax*), що здійснюються в глобальному масштабі. Пропозиція



Тобіна полягає в обкладанні в масштабах всього світу спекулятивного руху капіталів особливим податком у розмірі до 1% від суми операції. При цьому пропонується встановити податок на двох рівнях – нормальному й екстремому. Екстремне оподаткування могло б вводитися при загрозі різкого знецінення певної валюти за умов масштабних валютних спекуляцій і передбачало б можливість підвищення ставки оподаткування до 50%.

Основною метою податку на валютні операції є намагання обмежити валютні спекуляції, на які припадає значна частина міжнародних валютних операцій, а також стимулювати інвестиції підвищити ступінь незалежності національної грошової політики. Дослідження валютних криз, що мали місце в останні роки, показує, що саме неконтрольовані потоки спекулятивних капіталів, не пов'язані з реальною динамікою виробництва чи торгівлі, спричинили серйозні втрати для національних економік і призвели до розвитку світової валютної кризи. Отже, крім фіскального призначення, податок Тобіна має виконувати функцію податку з валютних спекулянтів.

Кошти, отримані за рахунок застосування податку на валютні операції, Тобін запропонував використовувати для фінансування соціально-економічного розвитку країн, що розвиваються, та боротьби з бідністю. Так, при оподаткуванні світової суми валютних оборотів за ставкою всього 0,25% протягом року потенційно може бути створено цільовий фонд розвитку обсягом 1 трлн. доларів. Оскільки переважаюча частка обороту валют припадає на розвинені країни, податок Тобіна передбачає створення нового механізму перерозподілу фінансових ресурсів світу. Однією з негативних сторін фінансової глобалізації є збільшення розриву між найбагатшими та найбіднішими країнами. Відтак, податок Тобіна може слугувати не тільки засобом глобальної валютної стабілізації, але й інструментом зменшення негативних наслідків фінансової глобалізації.

Таким чином, головними цілями введення податку Тобіна є обмеження спекулятивного руху капіталу і фінансова допомога найменш розвинутим країнам. При цьому вказаний міжнародний податок не буде суперечити сучасним тенденціям регулювання міжнародних економічних відносин, оскільки оподаткування є непрямим (економічним) методом регулювання міжнародних потоків капіталу.

Незважаючи на потенційну ефективність глобального оподаткування валютних операцій, податок Тобіна є досить складним механізмом валютного співробітництва. По-перше, податок Тобіна може мати очікуваний ефект тільки при його використанні в масштабах всього світу, що потребує коригування податкового та валютного законодавства всіх країн. По-друге, можливим негативним наслідком цього податку є ризик відпливу капіталів в офшорні зони та небезпека розвитку міжнародного тіньового фінансового ринку. Тому міжнародне оподаткування валютних операцій є перспективним напрямом глобального узгодження валютної політики, але на практиці може бути реалізоване тільки у довгостроковій перспективі з підвищенням ступеню глобалізації світового господарства.

До можливих шляхів глобального валютного співробітництва можна віднести пропозиції про *створення цільової зони*, що обмежує коливання трьох ключових валют: американського долара, євро та японської єни. Мінливість валютних курсів індустріальних країн вважалася одним з чинників фінансових криз, які вразили ринки, що формуються, наприкінці 90-х років. Тому висловлювалися припущення про те, що одним з засобів пом'якшення дестабілізуючих потрясінь, що виникають за кордоном, могло бути зменшення ступеня мінливості курсів групи трьох валют.

Ідея створення цільових зон полягає в тому, що допустимі, вимірювані у відсотках діапазони коливань валютних курсів, на які погоджуються країни-емітенти, забезпечать розвинутим країнам більшу валютну стабільність і сприятимуть пом'якшенню дестабілізуючих потрясінь, що виникають за кордоном. Для підтримання відповідних валютних курсів у визначеній зоні центральні банки групи трьох могли б використовувати наступні заходи:

- удатися до стерилізованої інтервенції на валютному ринку;
- встановити валютний контроль або контроль за операціями з капіталом, такий як податок на операції або норми обов'язкових резервів банківської системи;
- змінити умови на внутрішніх ринках цих країн, щоб утримувати курси валют в бажаному діапазоні. Це могло б викликати необхідність проведення нестерилізованої інтервенції на валютному ринку, яка більш безпосередньо ув'язала б внутрішні процентні ставки з обмінним курсом.

Найбільш прийнятним при цьому є третій захід, оскільки доведено, що стерилізована інтервенція неефективна, а міжнародне співтовариство в умовах фінансової глобалізації підтримує необмежену мобільність капіталу.

Створення цільової зони могло б призвести до часткової втрати можливості проводити незалежну грошово-кредитну політику центральними банками США, ЄС та Японії. Більш того, якби грошово-кредитна політика в цих країнах орієнтувалася на цільовий показник валютного курсу, можна припустити, що це змінило б динаміку їх економічних циклів і припливу капіталу в країни, що розвиваються.

В наукових дослідженнях основна увага приділяється потенційним перевагам цільових зон для розвинутих країн. Однак важливим є також питання про те, чи зможуть країни, що розвиваються, та країни з перехідною економікою також користуватися цими перевагами, оскільки валюти багатьох з цих країн прямо або непрямо прив'язані до долара США. Більшість країн, що розвиваються, є чистими боржниками по відношенню до розвинутих країн, а їхні борги зазвичай є короткостроковими і вираженими в одній з трьох ключових валют. В результаті, більш стійкі курси ключових валют означали б більш стабільні умови торгівлі для країн, що розвиваються, але в той же час підвищили б ступінь мінливості витрат на обслуговування зовнішнього боргу і премії за ризик. Відтак, зі створенням цільової зони положення країн, що розвиваються, не обов'язково повинно покращитися.

Існують й інші перепони на шляху до впровадження коридору коливань курсів трьох валют: по-перше, моделі ринкової економіки США, ЄС і Японії

значно відрізняються; по-друге, не збігаються їхні економічні цикли, що унеможливорює узгодження процентних ставок і синхронізацію інфляції. Тому більш прийнятною формою валютної співпраці розвинутих країн може стати координація загальних напрямків валютної політики, яка передбачає наявність домовленості між державами про узгодження окремих її форм.

Таким чином, сучасний стан міжнародного валютного співробітництва в значній мірі не відповідає вимогам глобалізаційних процесів і не дозволяє досягти валютної стабілізації. Найбільш ефективно розвивається валютна співпраця на міждержавному та регіональному рівнях. Інші напрямки узгодження валютної політики потребують суттєвого удосконалення. Особливу увагу слід приділити розробці глобальних механізмів валютного регулювання, які б в однаковій мірі сприяли розв'язанню валютних проблем країн з різним рівнем розвитку, хоча можливість їх практичного застосування може бути реалізована тільки у довгостроковій перспективі.

### **Контрольні питання до теми 10**

1. Як співвідносяться поняття «валютна політика», «валютне регулювання» та «валютне законодавство»?
2. Визначте види валютного регулювання.
3. З'ясуйте цілі проведення та охарактеризуйте види валютної політики.
4. Назвіть форми (інструменти) валютної політики. Яким чином класифікуються інструменти валютної політики?
5. Поясніть сутність та умови проведення девізної політики. З'ясуйте різницю між стерилізованими та нестерилізованими валютними інтервенціями.
6. Що собою представляє валютний демпінг?
7. Розкрийте сутність валютних обмежень, визначте їх цілі та принципи впровадження.
8. Визначте сутність та з'ясуйте умови проведення девальвації та ревальвації.
9. Яким чином девальвація та ревальвація впливають на динаміку окремих економічних процесів?
10. Поясніть зміст терміну «конвертованість валюти». Назвіть види конвертованості.
11. Які умови забезпечують досягнення повної конвертованості національної валюти?
12. Порівняйте особливості валютної політики розвинутих країн та країн, що розвиваються.
13. Яким чином валютна політика і відповідні зміни валютного курсу можуть впливати на стан національної економіки та зовнішньоекономічні позиції країни?
14. Назвіть напрями узгодження національних валютних політик країн в умовах глобалізації.

## ТЕМА 11. ФІНАНСОВА І МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА ЄВРОПЕЙСЬКОГО ВАЛЮТНОГО СОЮЗУ

- 1. Розвиток валютно-фінансової інтеграції в країнах Європейського Союзу.**
- 2. Етапи формування Європейського валютного союзу (ЄВС) та впровадження єдиної європейської валюти.**

### **1. Розвиток валютно-фінансової інтеграції в країнах Європейського Союзу.**

Розвиток Європейської валютної системи є невіддільним від структурних змін і еволюції європейських інтеграційних процесів. Безпосередній поштовх планам її створення дали Ямайські угоди про реформу міжнародної валютної системи, основні принципи якої не відповідали інтересам західноєвропейських країн: по-перше, європейські країни не були задоволені функціонуванням системи SDR і її тісним зв'язком з американським доларом; по-друге, уведення плаваючих курсів негативно позначилося на зовнішній торгівлі й розвитку в цілому європейських інтеграційних процесів.

Загальна ідея створити єдину грошову систему на Європейському континенті з'явилася досить давно. Питання загальних грошей для народів Європи піднімали полководці, учені і мислителі, починаючи з Олександра Македонського і римського імператора Августа. У середньовічній Європі неодноразово робилися спроби ввести загальну валюту. Так, у 1392 р. північно-німецькі міста уклали монетарний союз і почали чеканити загальну монету. У XIX столітті ідею створення загальноєвропейських грошей висували Наполеон Бонапарт і Віктор Гюго. Практичні підходи до реалізації цієї ідеї з'явилися у другій половині XIX століття. Швидкий розвиток капіталізму на континенті і інтернаціоналізація господарства мимоволі підштовхували європейські країни до об'єднання грошових систем. У 1865 р. Франція, Бельгія, Італія і Швейцарія заснували Латинський монетарний союз – на його території до оплати приймалися будь-які грошові знаки країн-учасниць. Створений услід за ним в 1873 р. Скандинавський монетарний союз (до нього увійшли Швеція, Норвегія і Данія) передбачав введення загальної грошової одиниці – золотої крони – і чеканку золотих і срібних монет єдиної ваги і проби. У Скандинавському монетарному союзі допускався вільний обіг монет і банкнот одних країн на території інших, а пізніше була введена уніфікована крона із золотим вмістом в 0,4 грама чистого золота. З початком Першої світової війни і до 1924 р. розмін банкнот на золото був припинений. Через різні масштаби грошової емісії валюти країн-учасниць знецінилися різною мірою, і в 1924 р. Скандинавський монетарний союз припинив своє існування.

Відразу після закінчення Другої світової війни виникло поняття «Єдина Європа». У 1950 р. був створений Європейський платіжний союз, до якого увійшли 17 західноєвропейських держав. Його цілями були боротьба з жорстоким браком доларів і відновлення зруйнованої війною валютно-

фінансової системи регіону. Клірингові розрахунки між учасниками узяв на себе Банк міжнародних розрахунків в Базелі.

Офіційним початком об'єднання Європи можна вважати підписання в 1957 р. Францією, ФРН, Італією, Бельгією, Нідерландами і Люксембургом Римського договору, який декларував створення Європейського економічного співтовариства (ЄЕС). Пізніше, в 1973 р., в ЄЕС вступили Великобританія, Данія і Ірландія, в 1981 р. – Греція, в 1986 р. – Іспанія і Португалія і в 1995 р. – Австрія, Швеція і Фінляндія.

Ще при утворенні ЄЕС у 1957 р. піднімалася тема реальності функціонування даного об'єднання без відповідного коректування монетарних політик країн-учасниць. Проте автори Римського договору виходили з того, що стабільність європейських валют, що забезпечується в рамках Бреттон-Вудської валютної системи, є поняттям постійним, і для створення єдиного європейського ринку досить буде забезпечити свободу переміщення товарів, послуг, робочої сили і капіталу між країнами співтовариства.

Однак, історичний розвиток процесів європейської інтеграції показав, що такий підхід був помилковим. Вже наприкінці 1950-х рр. з'явилися перші ознаки нестабільності долара, а в 1968-1969 рр. його коливання стали представляти реальну загрозу для європейського ринку. В результаті падіння долара виникла небезпека різкої ревальвації німецької марки і девальвації французького франка – грошових одиниць двох головних центрів загальноєвропейської інтеграції. За таких умов ставилася під питання загальна європейська цінова політика, особливо відносно продукції сільського господарства – найбільш вразливої галузі європейської економіки, досягнення рівноваги в якій вважалось головним завданням Європейського співтовариства у той час. Для виходу з цієї ситуації були висунуті пропозиції щодо введення режиму фіксованого валютного курсу або його проміжного аналога для країн-учасниць ЄЕС.

У 1961 р. в американському журналі була опублікована стаття професора економіки Р. Манделла «Теорія оптимальних валютних зон», у якій він обґрунтував переваги жорстко фіксованого валютного курсу у формі відмови від національних валют і використання валюти іншої держави. У 1999 р., коли дана ідея була фактично реалізована при введенні євро країнами-учасницями зони євро, Р. Манделл отримав за свої обґрунтування Нобелівську премію в області економіки.

Ідея встановлення фіксованих обмінних курсів між європейськими валютами була озвучена у 1965 р. як одна з пропозицій, висунутих Європейською комісією. Ця ідея була проголошена однією з цілей розвитку Співтовариства на зустрічі голів держав і урядів в Гаазі в 1969 р. Саме на цій зустрічі була сформована міждержавна група під головуванням прем'єр-міністра Люксембурга П'єра Вернера. План Вернера в своєму закінченому вигляді з'явився в 1970 р. і був програмою побудови монетарного союзу в Європі протягом 10 років (1971-1980 рр.). Метою програми було формування системи, що забезпечує взаємну конвертацію європейських валют, безперешкодний рух капіталу в Європі і встановлення незмінних ставок

обмінних курсів європейських валют. І лише як можлива мета при благополучному рішенні вказаних задач виступала заміна національних валют єдиною. Основними напрямками плану Вернера були наступні:

- поступове скорочення коливань взаємних курсів валют країн-учасниць (аж до переходу в перспективі до їх повної фіксації і повної взаємної конвертації);
- встановлення банківських процентних ставок, ставок обмінних курсів, а також управління валютними резервами повинне було здійснюватися наднаціональними органами на загальноєвропейському рівні, у вигляді об'єднання центральних банків країн ЄЕС;
- сумісне плавання валют по відношенню до долара і валют третіх країн;
- введення європейської розрахункової грошової одиниці, спочатку на основі золотого паритету, а потім на базі корзини валют країн, що входили в ЄЕС.

Не дивлячись на розбіжності між членами Співтовариства з приводу механізму запуску в дію Європейського монетарного союзу, в 1971 р. була досягнута домовленість про реалізацію програми створення такого союзу, що передбачала три стадії. Перша стадія розглядалася як експериментальна, в її рамках передбачалася спроба звуження взаємного коливання європейських валют. Ця стадія потерпіла крах в результаті різкої девальвації долара в серпні 1971 р. Первинна стратегія Вернера виходила з того, що ставки обмінних курсів європейських валют залишатимуться незмінними по відношенню до американської валюти. Ринкова нестабільність вплинула на підвищення курсу німецької марки, що позначилося на її курсі по відношенню до інших європейських валют.

Серед причин невдачі плану Вернера в 1970-і рр. слід назвати, по-перше, явну політичну неготовність до створення наднаціонального валютно-фінансового центру. По-друге, ця неготовність частково була пов'язана із значними відмінностями в економічному розвитку і економічному стані країн-учасниць. По-третє, зіграла роль загальна несприятлива ситуація в світовій економіці в 1970-і рр., обумовлена двома нафтовими шоками, стагнацією і інфляцією у ряді країн.

Спроба врятувати ситуацію була зроблена в березні 1972 р. за допомогою «змії в тунелі». «Змія» була механізмом, який пов'язував взаємні коливання європейських валют, а також встановлював обмеження коливань «змії» по відношенню до долара. Проте і ця система потерпіла крах у зв'язку з розвитком нафтової кризи і постійною зміною складу країн-учасниць «змії».

Нова пропозиція про об'єднання валютних систем була висунута в 1977 р. Роєм Дженкінсом, президентом Єврокомісії. Завдяки цій пропозиції 13 березня 1979 р. з'явилася Європейська валютна система, що стала основою майбутнього монетарного союзу в Європі. Головні завдання ЄВС полягали в:

- досягненні внутрішньої і зовнішньої валютної стабільності в Європі;
- вдосконаленні економічного співробітництва країн-членів;
- сприянні скороченню валютної нестабільності. Була встановлена маржа коливання курсів +/-2,25% (вузька межа) і +/-6% (широка межа), так званий

Європейський механізм обмінних курсів (ЄМОК). Нова «європейська валютна змія» у зв'язку із загостренням валютних проблем Співтовариства зазнала змін. В результаті кризи ЄМОК в 1993 р. була встановлена єдина межа 15%, що було відступом від принципу максимального зближення курсових співвідношень. До того ж ЄВС ніколи не охоплювала всіх країн Співтовариства, і склад її учасників не раз змінювався.

Характерною рисою цієї системи є створення європейської валютної одиниці (European Currency Unit) – ECU. Як офіційна валюта ECU з'явилася в грудні 1978 р., а в березні 1979 р. набула чинності як складовий елемент ЄВС. ECU виконував три важливі функції:

- визначав центральний валютний курс, тобто для кожної валюти, що брала участь в угоді про обмін, встановлювався центральний курс в ECU і в результаті фіксувалися двосторонні валютні курси;
- був одиницею розрахунку за позиками і кредитами, що виникли з механізму втручання або передбаченим в ЄВС;
- був інструментом розрахунків усередині системи.

Вартість ECU визначалася по методу валютної корзини, що включала валюти країн-членів ЄВС. Частка кожної валюти в цій корзині залежала від питомої ваги країни в сукупному валовому продукті Співтовариства, їх взаємному товарообігу і від участі в короткострокових кредитах підтримки в рамках ЄВС. Тому найбільшу частку в ECU мала німецька марка (приблизно 33%); на французький франк припадало приблизно 20%, фунт стерлінгів - 11,5%, італійську ліру - 8%, датську крону - близько 3%. Крім того, до складу валютної корзини входили бельгійський франк, голландський гульден, ірландський фунт, люксембурзький франк. Склад ECU зазнав 2 зміни: у вересні 1984 р. при включенні грецької драхми і у вересні 1989 р. при введенні іспанської песети і португальського ескудо.

ECU слугував загальною валютою для країн Європейського Союзу, проте виступав тільки розрахунковою одиницею, оскільки не мав готівкового обігу. Період використання загальної грошової одиниці країн ЄС став своєрідним підготовчим етапом до впровадження єдиної валюти.

## **2. Етапи формування Європейського валютного союзу (ЄВС) та впровадження єдиної європейської валюти.**

Становлення Європейського монетарного союзу до початку останнього десятиліття ХХ століття підтвердило позитивні підсумки функціонування ЄВС. Єдиний Європейський акт, вироблений в результаті засідань Європейської ради в Брюсселі в грудні 1985 р. і в Гаазі в лютому 1986 р., що увійшов в дію 1 липня 1987 р., підтверджував як мету поступове створення економічного і монетарного союзу. У червні 1988 р. Європейська рада доручила Комітету керуючих центральних банків і експертів під головуванням Жака Делора вивчити і запропонувати конкретні етапи, які повинні привести до такого союзу.

До напрямів розвитку монетарного союзу, запропонованих в доповіді Вернера в 1970 р., доповідь Делора додала, що прийняття єдиної валюти, яке не

є строго необхідним для монетарного союзу, дозволило б закріпити його безповоротність, понизити витрати за операціями і надати більше ваги Європі на міжнародній арені. Для дотримання фіксованих валютних курсів необхідні єдина грошово-кредитна політика і загальне управління валютною політикою по відношенню до третіх валют. Все це повинно бути доручено самостійній організації Співтовариства – Європейській системі центральних банків.

Комітет Делора пропонував створення союзу в три етапи, кожний з яких дозволяв добитися паралельного прогресу в створенні монетарного союзу і конвергенції економічної політики. Метою *першого етапу* було збільшення конвергентності економічної ефективності шляхом посилення координації економічної і монетарної політики. У валютній області йшлося про створення єдиного європейського фінансового простору, про застосування правил ЄВС до всіх європейських валют, про усунення всіх перешкод по використанню приватного ECU і про розширення рекомендаційних повноважень Комітету керуючих центральних банків з розподілом його навантаження на три підкомітети (по грошово-кредитній політиці, по валютній політиці, по спостереженню за банківською діяльністю).

*Другий етап* починався з введення в дію нового договору, підготовленого протягом першого етапу. На цій стадії відповідальність за ухвалення рішень як і раніше лежала на національних властях. У грошово-кредитній області пропонувалося створення ЄСЦБ, яка повинна поступово перейти від координації національних грошово-кредитних політик до загальної валютної політики. У разі потреби звужувалися межі коливань у валютному механізмі.

*Третій етап* починався з переходу до остаточно зафіксованих валютних курсів і з додання організаціям Співтовариства економічних і валютних повноважень, передбачених в рамках союзу. У грошово-кредитній сфері при остаточно зафіксованих паритетах під егідою ЄСЦБ проводиться єдина політика. ЄСЦБ управляє наданими в загальне розпорядження резервами і ухвалює рішення в області інтервенції на валютних ринках.

Комітет Делора вважав, що ECU володіє необхідним потенціалом для того, щоб грати роль єдиної валюти. Це означало, що ECU перестане бути валютною корзиною і перетвориться на справжню валюту. Проте Комітет до завершального етапу відхилив ідею про розвиток ECU в повноцінну валюту, що конкурує з існуючими валютами, побоюючись надмірного зростання грошової емісії і можливості виникнення внаслідок цього додаткових складнощів в координації грошово-кредитної політики.

Доповідь Делора і частково заснований на ній Маастрихтській договір ознаменували якісно новий етап розвитку західноєвропейської інтеграції. Маастрихтська угода про трансформацію європейських співтовариств в Європейський союз була підписана в грудні 1991 р., ратифікована і увійшла до сили в листопаді 1993 р. Маастрихтська угоду календарно встановлювала три етапи становлення економічного і монетарного союзу Європи, а відповідно введення загальної, а потім і єдиної грошової одиниці Європейського Союзу – євро.



*Перший етап* зайняв період з 1 липня 1990 р. до 31 грудня 1993 р. У його рамках були здійснені всі підготовчі заходи, необхідні в світлі набуття чинності відповідних положень Маастрихтського договору про Європейський Союз. Зокрема, були усунені всі обмеження, що залишилися, на вільний рух капіталів усередині ЄС, а також між ЄС і третіми країнами. Особлива увага була приділена зближенню показників економічного розвитку усередині ЄС, і держави-члени союзу приймали там, де це було доречно, програми зближення, розраховані на декілька років, в яких визначалися конкретні цілі і показники їх антиінфляційної і бюджетної політики.

*Другий етап* становлення ЄВС почався 1 січня 1994 р. і завершився 31 грудня 1998 р. Він був присвячений конкретнішій підготовці держав-членів до введення євро. Головною організаційною подією цього етапу стало заснування Європейського валютного інституту у Франкфурті-на-Майні (у 1998 р. заміною йому став ЄЦБ). У грудні 1995 р. на засіданні Європейської ради в Мадриді була прийнята програма введення євро, яка була розвинена і конкретизована на засіданні тієї ж ради в Дубліні в грудні 1996 р. Ця програма передбачала критерії для країн-учасниць процесу становлення економічного і монетарного союзу, а також терміни і принципи введення єдиної валюти. Країни, що претендують на введення євро, повинні відповідати критеріям економічної конвергенції (таблиця 11.1).

Таблиця 11.1

### Критерії економічної конвергенції країн Європейського Союзу

<i>Критерій</i>	<i>Граничне значення</i>
Дефіцит державного бюджету	Не більше 3% ВВП
Державний борг	Не більше 60% ВВП
Щорічне зростання цін	Не більше 1,5% понад середній рівень інфляції у трьох найбільш ефективних у цьому відношенні країнах ЄС
Середній розмір довгострокової процентної ставки	Не вище 2% середнього рівня цих ставок в тих же трьох країнах
Межі коливань взаємних валютних курсів	+/-15%

*Третій етап* почався 1 січня 1999 р. З цієї дати остаточно були зафіксовані обмінні курси між євро і національними валютами країн-учасниць Єврозони:

1 євро	= 13,7603 австрійських шилінгів
	= 40,3399 бельгійських франків
	= 1,95583 німецьких марок
	= 5,94573 фінських марок
	= 6,55957 французьких франків
	= 0,787564 ірландських фунтів
	= 1,936,27 італійських лір
	= 40,3399 люксембурзьких франків
	= 2,20371 нідерландських гульденів
	= 200,482 португальських ескудо

= 166,386 іспанських пезет  
 = 340,750 грецьких драхм (з 01.01.2001р.)  
 = 239,640 словенських толарів (з 01.01.2007р.)  
 = 0,585274 кіпрських фунтів (з 01.01.2008р.)  
 = 0,42930 мальтійських лір (з 01.01.2008р.)  
 = 30,1260 словацьких крон (з 01.01.2009р.)  
 = 15,6466 естонських крон (з 01.01.2011р.).

Євро став загальною валютою, він замінив розрахункову одиницю ЄС ЕCU в пропорції 1:1. Третій етап був розбитий на декілька стадій, включаючи підготовчу, яка почалася за рік до самого етапу.

*Фаза А* (1998 р.). Відбір учасників економічного і монетарного союзу. Виходячи з представлених критеріїв конвергенції, до завершення даної фази 11 з 15 країн були готові перейти на іншу стадію. Великобританія, Данія і Швеція з політичних мотивів, а також через негативні результати на референдумі відмовилися увійти в ЄВС. Греція не виконала поставлені економічні обмеження і не змогла опинитися серед країн Єврозони. У цей період держави повинні були переглянути закони про фондові біржі, банки і банківську діяльність, розробити механізми ведення обліку в євро, правила обігу євромонет тощо.

*Фаза В* (01.01.1999 р. - 31.12.2001 р.). Введення безготівкового євро в 11 країнах ЄС паралельно з національними грошовими одиницями. З 01 січня 2001 р. Греція, виконавши умови економічної конвергенції, приєдналася до країн Єврозони. У цей період жорстко і необоротно фіксуються курси національних валют країн-учасниць до євро.

*Фаза С* (01.01.2002. р. - 30.06.2002 р.). Введення в обіг банкнот і монет євро. Всі рахунки, які донині велися в національних валютах, були конвертовані по офіційних курсах в євро.

Отже, наприкінці третього етапу становлення Економічного і монетарного союзу Європи євро був впроваджений у 12 країнах. У подальшому відбувалося розширення Єврозони за рахунок приєднання інших країн: Словенія – з 01 січня 2007 р., Кіпр і Мальта – з 01 січня 2008 р., Словаччина – з 01 січня 2009 р., Естонія – з 01 січня 2011 р., Латвія – з 01 січня 2014 р., Литва – з 01 січня 2015 р.

Головним монетарним органом регулювання грошово-кредитних і валютних відносин в ЄВС є Європейський центральний банк. Першою фінансовою установою, яка регулювала єдину грошово-кредитну систему країн ЄС, був Європейський валютний інститут (ЄВІ), що почав працювати з 01 січня 1994 р. Європейський валютний інститут, створений відповідно до Маастрихтського договору, замінив Європейський фонд валютної співпраці, з штаб-квартирою у Франкфурті.

При заснуванні в 1998 р. Європейського центрального банку ЄВІ був ліквідований, а всі його активи і зобов'язання перейшли до ЄЦБ. З цього ж часу під керівництвом ЄЦБ була створена Європейська система центральних банків (ЄСЦБ), до якої увійшли центральні банки всіх 15 країн-членів ЄС.

У статуті ЄЦБ і ЄСЦБ проголошується незалежність цих організацій від всіх інших установ ЄС, від урядів країн-членів і будь-яких інших установ. ЄСЦБ управляється керівництвом ЄЦБ. Таким органом є, перш за все, Рада керівників ЄЦБ, куди входять члени Виконавчої ради ЄЦБ і керівники національних центральних банків. Рішенням поточних питань займається Виконавча рада (Дирекція) у складі президента, віце-президента і чотирьох членів, що призначаються на 8 років без права продовження.

Національні центральні банки вважаються інтегральною частиною ЄСЦБ і повинні діяти відповідно до інструкцій ЄЦБ. Власний капітал ЄЦБ складає 5 млрд. євро. Весь капітал належить національним центральним банкам, причому частка кожного визначається таким чином: 50% - відповідно до питомої ваги кожної країни в загальному населенні ЄС; 50% - відповідно до питомої ваги кожної країни в сукупному внутрішньому продукті ЄС. Ці дані коректуються кожні 5 років. Частина чистого прибутку ЄЦБ (не більше 20%) перераховується до загального резервного фонду, залишок розподіляється між членами ЄЦБ пропорційно внескам в капітал.

Функції ЄСЦБ такі ж, як і будь-якого іншого центрального банку, але вони розповсюджуються не на одну державу, а на групу країн. У їх числі:

- здійснення монетарної політики ЄС;
- регулювання та проведення валютних операцій;
- зберігання офіційних валютних резервів країн-членів ЄС і управління ними (при цьому частина валютних резервів - «поточні баланси» - залишається у розпорядженні урядів країн, що беруть участь);
- забезпечення нормального функціонування платіжної системи.

Крім того, ЄЦБ виконує консультативні функції, збирає статистичну інформацію і бере участь в міжнародній співпраці, зокрема, представляє ЄС в міжнародних фінансових організаціях.

### **Контрольні питання до теми 11**

1. Що собою представляє валютна інтеграція? Визначте переваги та недоліки інтеграції у фінансовій сфері.
2. Охарактеризуйте історію валютної інтеграції в європейських країнах.
3. Визначте особливості становлення Європейського монетарного союзу.
4. Назвіть етапи і фази введення євро.
5. Охарактеризуйте сучасні особливості валютної та грошово-кредитної політики Європейського центрального банку.
6. З'ясуйте, яку роль відіграє євро у світовому господарстві.

## ПРАКТИЧНІ ЗАВДАННЯ ТА ПРОБЛЕМНІ СИТУАЦІЇ ДО РОЗДІЛУ 2

1. З'ясувати, які режими курсоутворення використовувались в Україні. Оцінити ефективність застосування цих режимів, їх вплив на фінансовий сектор та розвиток національної економіки в цілому.

2. В таблиці 1 наведені дані про вартість «біг-маку» в різних країнах світу і обмінні курси валют цих країн.

*Таблиця 1*

### Паритет купівельної спроможності валют за «біг-маком»

Країна	Ціна 1 «біг-маку» в національній валюті	Фактичний обмінний курс відносно долара США	Відповідний ПКС (національна валюта за долар США)	Переоцінка (+) або недооцінка (-) валютного курсу, %
Австралія	2,45	1,39		
Німеччина	4,60	1,58		
Франція	18,50	5,34		
Великобританія	1,79	1,56		
Нідерланди	15,45	1,77		
Гонконг	9,00	7,73		
Італія	4,500	1,523		
Японія	391	113		
Росія	780	686		
Південна Корея	2,300	796		
США	2,28	-		

Розрахувати паритет купівельної спроможності валют за «біг-маком»; визначити ступінь переоцінки або недооцінки валют. Чому, на вашу думку, для розрахунку ПКС було використано саме «біг-мак»?

3. Визначити дату валютування наступних форвардних угод:

- ✓ 28 лютого укладається тримісячна форвардна угода;
- ✓ 7 липня укладається одномісячна форвардна угода;
- ✓ 7 квітня укладається одномісячна форвардна угода.

4. Комерційний банк у Швейцарії продає клієнту 650 тис. дол. США на умовах форвардної угоди. Термін форвардного контракту складає три місяці. Поточна кредитна ставка за долларом США дорівнює 3,7%, за швейцарським франком – 1,2%. Спот-курс складає 1,05 франків за долар США. Розрахувати курс виконання форвардної угоди та загальну вартість продажу.

5. Учасник валютного ринку купує опціон пут на суму 15 млн. дол. США. Термін опціонного контракту – 6 місяців. Курс виконання опціону дорівнює 87 японських ен за долар, а премія складає 70 ен з кожної тисячі ен. В день виконання угоди спот-курс склав:

- а) 84 японські єни за долар;
- б) 92 японські єни за долар.

Визначити доцільність виконання опціонного контракту. Розрахувати загальний результат учасника ринку при виконанні опціону та при відмові від нього.

6. Учасник валютного ринку купив опціон колл на швейцарський франк з ціною виконання 0,85 дол. за 1 франк і продав опціон пут на швейцарський франк з ціною виконання 0,81 дол. за франк. Обсяг кожного контракту складає 250 тисяч франків. Розрахувати прибуток або збитки учасника ринку за відкритими валютними позиціями, якщо поточний курс у день поставки буде дорівнювати 0,91 дол. за франк. При здійсненні розрахунків премію опціону не враховувати.

7. Відповісти на наступні запитання, припускаючи, що поточні курси валют становитимуть:

$$\text{EUR/USD} = 1,3321 / 1,3325;$$

$$\text{USD/CHF} = 1,0405 / 1,0410;$$

$$\text{USD/JPY} = 122,05 / 122,10.$$

1) Французький банк хоче купити 25 млн. доларів США у контрагента в обмін на євро. Яку ціну котирує контрагент французького банку? Яку суму в євро має сплатити французький банк?

2) Американська корпорація отримала 35 млн. швейцарських франків і має перевести цю суму в долари США. За яким курсом буде здійснено угоду? Яку суму в доларах отримає корпорація?

3) Японський банк хоче купити у контрагента долари США в обмін на 525 млн. ієн. Яку котировку встановить контрагент банку і яку суму в доларах отримає японський банк?

8. Вивчити світовий та український досвід застосування в якості інструменту валютного регулювання вимоги про обов'язковий продаж частини експортної валютної виручки. Охарактеризувати механізм обов'язкового продажу валюти. Визначити позитивні та негативні риси використання цього інструменту, обґрунтувати доцільність його застосування.

### **РОЗДІЛ 3. МІЖНАРОДНІ РОЗРАХУНКИ ТА ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС**

#### **ТЕМА 12. МІЖНАРОДНІ РОЗРАХУНКИ ТА ЇХ ОРГАНІЗАЦІЙНІ ЗАСАДИ**

- 1. Сутність та види міжнародних розрахунків.**
- 2. Форми міжнародних розрахунків**
- 3. Способи платежу та засоби розрахунків.**

##### **1. Сутність та види міжнародних розрахунків.**

Міжнародні розрахунки передбачають організацію й регулювання платежів за грошовими вимогами і зобов'язаннями, що виникають між суб'єктами різних країн. Міжнародні розрахунки виступають як повсякденна діяльність банків, що здійснюють розрахунки з зарубіжними країнами на основі вироблених міжнародним співтовариством і прийнятих у більшості країн світу умов, норм і порядку здійснення розрахунків. Діяльність банків у сфері міжнародних розрахунків є об'єктом державного регулювання.

*Міжнародні розрахунки* представляють собою здійснення платежів за грошовими вимогами, які виникають у зв'язку з економічними відносинами між юридичними особами й громадянами різних країн.

В основному міжнародні розрахунки здійснюються безготівковим шляхом через банки за допомогою встановлення кореспондентських (договірних) відносин між кредитними установами різних країн. Із цією метою банки укладають один з одним кореспондентські угоди про відкриття рахунків («ностро» – рахунків даного банку в інших банках і «лоро» – рахунків інших банків у даному банку), у яких зазначається порядок розрахунків, величина комісійної винагороди, а також методи поповнення кореспондентського рахунку в міру витрати коштів. Банки можуть здійснювати міжнародні розрахунки й через свої закордонні філії й відділення. Залежно від умов зовнішньоторговельних контрактів, ступеню конвертованості й позиції національної й іноземної валюти застосовуються різні види міжнародних розрахунків.

Регламентация міжнародних розрахунків здійснюється за допомогою вироблених світовою практикою правил і звичаїв. Так, розрахунки з використанням документарних акредитивів визначені Уніфікованими правилами й звичаями, які були вперше прийняті Міжнародною торговельною палатою на Віденському конгресі (в 1933 р.) і періодично переглядаються (у цей час діє редакція 1993 р). Розрахунки у формі інкасо регламентуються Уніфікованими правилами з інкасо (уперше розроблені міжнародною торговельною палатою в 1936 р.; у цей час діють у редакції 1978 р.). При цьому до зазначених документів приєднуються не країни, а банки. У випадку

приєднання правила й звичаї стають обов'язковими для банків і їх клієнтів, які використовують зазначені форми розрахунків.

Види міжнародних розрахунків представлені групами однорідних відносин, які сформувалися в процесі розвитку валютно-фінансових відносин. Види міжнародних розрахунків включають:

1. Готівкові розрахунки.
2. Безготівкові розрахунки.
3. Клірингові розрахунки.
4. Розрахунки на основі факторингу [113].

Найбільш простим видом міжнародних розрахунків є **розрахунки готівкою**. Вони представляють собою операції з грошовою готівкою, що передбачають безпосередній обмін товару на грошовий еквівалент. Готівкові розрахунки не передбачають наявності посередників між експортером та імпортером і засновані на постійному особистому зв'язку між суб'єктами розрахунків. Готівкові розрахунки є найменш поширеними на світовому фінансовому ринку, оскільки вони супроводжують певними ризиками. По-перше, виникає ризик невиконання експортером зобов'язань, що покладаються на нього відповідно до зовнішньоторговельного контракту. По-друге, ймовірність нездійснення платежу зростає за рахунок можливої втрати грошової суми в процесі транспортування. По-третє, готівковий платіж може бути прихований від контролюючих органів, тобто розрахунки готівкою можуть сприяти розвитку тіньового ринку.

Клірингові розрахунки базуються на механізмі валютного клірингу.

**Валютний кліринг** – це угода між суб'єктами зовнішньоекономічної діяльності про взаємний залік зустрічних вимог та зобов'язань, що впливає з вартісного співпадіння поставок товарів та послуг.

Розрахунки на основі **факторингу** – це система платежів експортеру через спеціалізовану компанію (фактор-фірму), яка отримує від імпортера векселі з правом повернення боргів за ними.

**Безготівкові розрахунки** – це система розрахунків, представлена міжбанківськими операціями з переказу товаророзпорядчих документів і грошових коштів. При найбільш простих формах безготівкових розрахунків їх учасниками є експортер, імпортер, банк експортера і банк імпортера. Безготівкові розрахунки також називають міжбанківськими, оскільки ці розрахунки здійснюються тільки між банками, які представляють на світовому фінансовому ринку інтереси своїх клієнтів. В даній схемі розрахунків здійснюються наступні операції:

1. Передпродажний рух документів, супроводжуючий ознайомлення покупця (імпортера) з товаром або послугою. Даний пункт включає також укладання договору купівлі-продажу і уточнення всіх умов договору. Після укладання договору експортер починає транспортування товару, залежно від умов договору.

2. Імпортер інформує свій банк (якщо в цьому є необхідність) про відкриття нового рахунку для здійснення розрахунків і перерахування коштів на рахунок експортера.

3. Банк імпортера, після вказівок імпортера, перераховує грошові кошти в банк експортера на рахунок останнього.

4. Банк експортера оповіщає свого клієнта про надходження коштів на його рахунок. Загальна схема здійснення розрахунків даного виду така, але черговість здійснення операцій може мінятися залежно від вибраної контрагентами форми розрахунків.

Міжнародні розрахунки здійснюються через банки. Найбільші банки різних країн підтримують кореспондентські відносини, відкривають один в одному рахунки «лоро» (іноземних банків в даному банку) і «ностро» (даного банку в іноземних банках). Ці авуари дозволяють їм здійснювати безготівкові міжнародні розрахунки. Еквівалентні вимоги і зобов'язання сторін взаємно погашаються, а сальдо оплачується шляхом списання з кореспондентських рахунків.

Найбільш вагомими і важливими умовами, що визначають міжнародні розрахунки, є їх форми.

*Форма розрахунку* – це способи розрахункових операцій, що склалися в міжнародній торгівлі. Для кожного виду міжнародних розрахунків характерні свої форми здійснення платежу:

Готівкові розрахунки мають одну форму розрахунку – виплата готівкових грошових коштів експортерів, тобто форму готівки.

Клірингові розрахунки передбачають, що форми платежу міняються залежно від виду клірингу, тобто якщо кліринг без права конверсії, то форма розрахунку – бартер. Якщо кліринг з абсолютним або обмеженим правом конверсії, то форма розрахунку – бартер плюс банківські операції.

Формою прояву факторингових розрахунків є облік векселів. Причому, якщо фірма-фактор (або банк-фактор) є третім суб'єктом світового ринку (знаходиться поза країною імпортера), то облік векселів набуває форми окремої складної міжнародної операції – форфейтингу. Форфейтинг – це кредитування зовнішньоекономічних операцій у формі купівлі у експортера векселів, що акцептуються імпортером.

Безготівкові розрахунки проявляються у формі банківських операцій: акредитиву, інкасо і банківського переказу. Акредитив і інкасо регламентуються і регулюються МТП наступними документами: «Уніфікованими правилами і звичаями для документарних акредитивів» і «Уніфікованими правилами по інкасо». Банківський переказ є простішою формою розрахунку і регламентації МТП не вимагає.

Таким чином, міжнародні розрахунки мають наступні особливості. Вони відбивають певні відносини суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності щодо оформлення, пересилання, обробки й оплати передбачених контрактом документів. Міжнародні розрахунки мають документальний характер, тобто здійснюються проти документів (фінансових – векселів, чеків, платіжних доручень; комерційних – рахунків-фактур, накладних, сертифікатів, полісів тощо) і здійснюються на основі уніфікованих правил і звичаїв. Вибір форми розрахунків визначається низкою факторів. Інтереси експортерів і імпортерів товарів і послуг не збігаються: експортер прагне одержати платежі від



імпортера в найкоротший строк, у той же час останній прагне відстрочити платіж до моменту остаточної реалізації товару. Тому обрана форма розрахунків є компромісом, у якому враховуються економічні позиції контрагентів, ступінь довіри один до одного, економічна кон'юнктура, політична ситуація тощо. Крім цього, важливе значення має вигляд товару – об'єкта угоди, а також рівень попиту та пропозиції на товар. Оскільки міжнародні розрахунки тісно пов'язані із кредитними відносинами, то наявність або відсутність кредитних угод (як на міждержавному рівні, так і на рівні контрагентів) також впливає на вибір форми розрахунків.

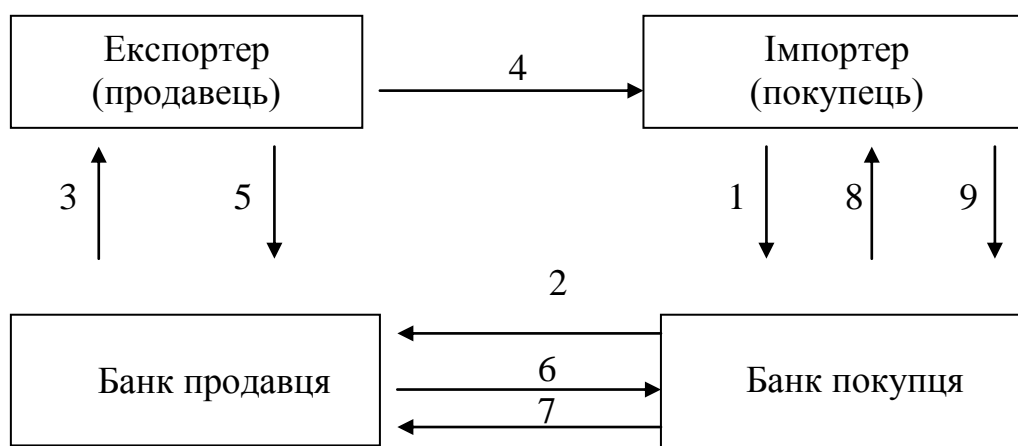
## 2. Форми міжнародних розрахунків.

До форм розрахунків, які використовуються в міжнародній торгівлі, відносяться: стовідсотковий авансовий платіж; акредитив; інкасо; відкритий рахунок.

**Авансовий платіж** – оплата товарів імпортером авансом до відвантаження, тому найбільш вигідний для експортера. Здійснюється даний платіж банківським переказом або чеком.

**Акредитив** – зобов'язання банку зробити на прохання й відповідно до вказівок імпортера платіж експортерові (при розрахунках готівкою) або акцептувати тратту, виставлену експортером (при розрахунках у кредит), у межах певної суми й строку й проти передбачених документів (коносамент, страхового поліса, рахунку фактури).

Загальну послідовність здійснення акредитивної форми розрахунків наведено на рис. 12.1.



**Рис. 12.1. Схема розрахунків за допомогою акредитива**

Умовні позначки:

1. Імпортер дає доручення обслуговуючому банку на відкриття акредитива відповідно до укладеного контракту;
2. Авізування (повідомлення) банку, що обслуговує експортера, про відкриття акредитива;

3. Повідомлення експортера про відкриття акредитива;
4. Поставка товару;
5. Передача експортером в обслуговуючий банк документів, що підтверджують відвантаження;
6. Пересилання документів від банку, що обслуговує експортера, до банку, що обслуговує імпортера;
7. Зарахування банком імпортера на розрахунковий рахунок по акредитиву, що перебуває в банку, який обслуговує експортера;
8. Передача документів імпортеріві;
9. Акцепт документів.

Дана форма розрахунків вигідна експортеріві, оскільки оплата відвантаженого товару гарантується банком, який відкрив акредитив, а у випадку з підтвердженим акредитивом – так само й банком, який його підтвердив. Імпортер, у свою чергу має гарантію, що платіж буде виконаний на користь експортера тільки після надання останнім товарних документів, які свідчать про відвантаження товару.

Оскільки між контрактами виникають складні взаємини, розрізняють безліч *видів акредитивів*:

- покриті й непокриті;
- відзивні й безвідзивні;
- ділимі й неподільні;
- відкриті в банку платника й у банку постачальника;
- використовувані для оплати документів постачальника з акцептом платника й без акцепту та ін.

Покритим називається акредитив, для збільшення платежів з якого заздалегідь бронюються кошти в повній сумі на окремому рахунку. Відкриття такого акредитива не вигідно для платника, тому що відбувається значне відволікання засобів з поточного обігу. У той же час така форма вигідна й для банку, у якому відкритий акредитив, і для постачальника товарів. Непокритим називається акредитив, оплата по якому гарантується банком за рахунок його кредиту без попереднього бронювання коштів платника. Такий вид ще називається гарантований акредитив. Він вигідний усім учасникам розрахунків.

Відзивний акредитив може бути анульований або змінений за розпорядженням платника, яке він дає через свій банк без попереднього узгодження з постачальником. Безвідзивний – акредитив, який може бути анульований або змінений покупцем тільки за згодою постачальника.

Подільний акредитив припускає виплату експортеріві певних погоджених у контракті сум після кожної часткової поставки. Неподільний акредитив передбачає, що вся необхідна сума буде виплачена експортеріві після здійснення всіх поставок або після останньої часткової поставки.

Акредитив з оплатою документів по акцепту представника платника зменшує ризик порушення постачальником умов угоди, оскільки зазначений представник безпосередньо перевіряє відвантаження до оплати розрахункових

документів. Однак, такий акредитив помітно підвищує витрати постачальника на здійснення розрахунків, що є його недоліком.

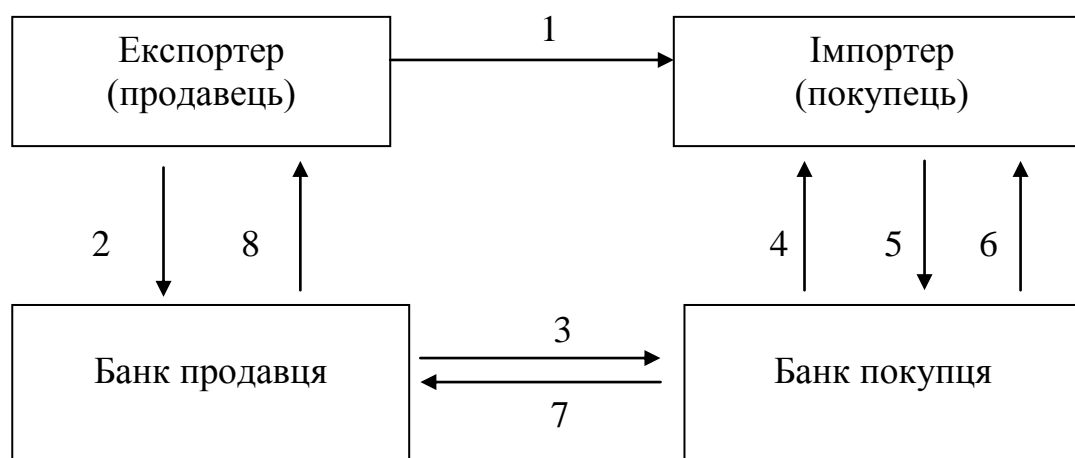
Акредитив без акцепту не має цього недоліку, але він і не забезпечує платникові належного контролю за діями постачальника. Таким чином, для експортера найбільш вигідними акредитивами є покриті, безвідзивні акредитиви з акцептом документів представника покупця.

Якщо імпортер здійснює регулярні закупівлі товарів в експортера або якщо реалізується періодична поставка певних партій товарів через погоджені проміжки часу, то використовується обновлюваний (револьверний) акредитив. Він передбачає, що протягом певного строку використання акредитива, його сума обновляється, як тільки імпортер відшкодує всі здійснені банком платежі у рамках відкритого акредитива.

Порядок здійснення акредитивної форми розрахунків регламентується Уніфікованими правилами й звичаями для документарних акредитивів, які були вперше прийняті Міжнародною торговельною палатою на Віденському конгресі в 1933 році, й періодично переглядається (зараз діє редакція 1993 року). До даних правил приєднуються не країни, а банки, які й використовують дану форму розрахунків. Акредитивна форма розрахунків найбільш складна й, відповідно, дорожча.

**Інкасо** – форма міжнародних розрахунків, відповідно до якої банк за дорученням свого клієнта (експортера або імпортера) одержує платежі від імпортера (платника) після відвантаження товарів і надання послуг, зараховуючи ці кошти на рахунок експортера в банку.

Загальну послідовність здійснення інкасової форми розрахунків наведено на рис. 12.2.



**Рис. 12.2. Схема розрахунків за допомогою документарного інкасо**  
Умовні позначки:

1. Відправлення товарів імпортеріві відповідно до укладеної угоди.
2. Надання документів на інкасо.
3. Банк, що обслуговує експортера, пересилає документи банку, що обслуговує імпортера.

4. Повідомлення імпортера про одержання документів.
5. Оплата документів.
6. Передача документів імпортеріві.
7. Зарахування грошей на рахунок експортера завдяки попередньому занесенню їх на рахунки ЛОРО в банк, що обслуговує імпортера, з наступним їхнім списанням і зарахуванням на рахунки ЛОРО в банку, що обслуговує експортера.
8. Авізування експортера про зарахування грошей на його рахунок.

Для експортера дана форма є менш вигідної, тому що на початку він повинен відвантажити товар, потім передати документи до банку і чекати на виконання імпортером своїх зобов'язань. Для зменшення ризику неплатежу при інкасовій формі експортер, як правило, вимагає надання банківської гарантії.

Інкасо може бути простим і документарним. *Документарне інкасо* – це інкасо фінансових документів, які супроводжуються комерційними документами (рахунки, накладні), а також інкасо тільки комерційних документів. *Просте інкасо* – це інкасо фінансових документів (векселя, чека), які не супроводжуються комерційними документами.

Розрахунки у формі інкасо регламентуються Уніфікованими правилами по інкасо, які вперше розроблені Міжнародною торговельною палатою в 1936 році. Зараз вона діє в редакції 1978 року.

***Розрахунки по відкритому рахунку*** – розрахунки, що передбачають періодичні платежі у встановлений термін імпортера експортеріві при регулярних поставках товарів у кредит по цьому рахунку. Ці розрахунки найбільш вигідні імпортеріві й не вигідні для експортера, оскільки вони не гарантують своєчасної оплати платежу. Дані форми використовуються при довірливих відносинах між контрагентами.

### **3. Способи платежу та засоби розрахунків.**

Форми платежу поєднують способи платежу й засоби розрахунків. До способів платежу належать: платіж готівкою, платіж у кредит, авансовий платіж, платіж по відкритому рахунку.

***Платіж готівкою*** здійснюється через банк відповідно до договорів «спот» до або після передачі продавцем товаророзпорядчих документів, або самого товару покупцеві. Даний платіж здійснюється, якщо дотримані наступні умови: імпортер одержав від експортера повідомлення про готовність до відвантаження товару або про закінчення його навантаження; імпортер одержав комплект документів і право відстрочки оплати на кілька днів або годин, якщо перед цим імпортер представив банківську гарантію.

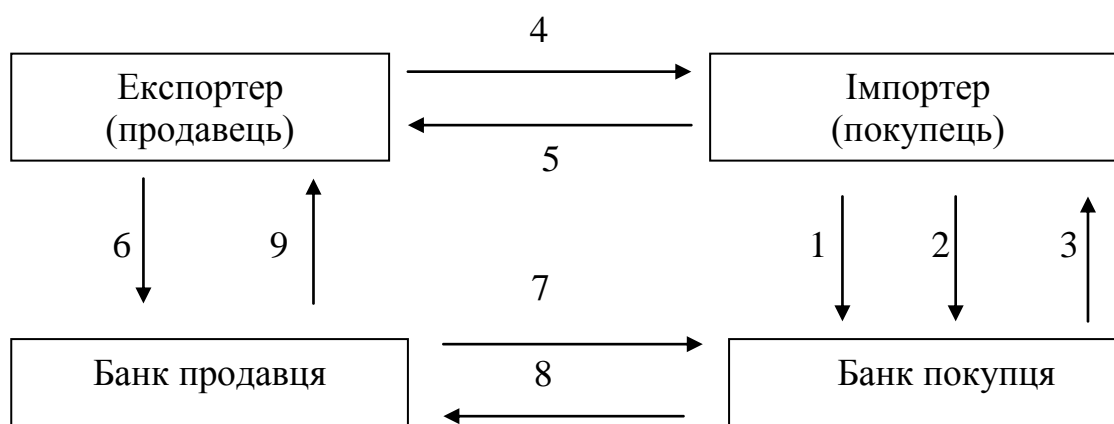
***Платіж у кредит*** здійснюється покупцем через певний час після поставки товару. Як правило, такий спосіб охоплює 80-85% суми контракту, а суму, що залишилася, покупець сплачує авансом. Таким чином, продавець надає покупцеві товарний кредит, який може бути короткостроковим (до одного року), середньостроковим (1-5 років), довгостроковим (понад 5 років).

Оскільки при використанні даного способу платежу виникають кредитні відносини, то з'являється необхідність забезпечення гарантії платежу. Гарантії можуть бути платіжними (гарантійні аркуші банку, векселя тощо) або договірними. Платіжні гарантії захищають інтереси продавця, у той час як договірні – покупця.

**Авансовий платіж** передбачає оплату товару покупцем до передачі товаророзпорядчих документів, до відвантаження товару, а іноді й до його виробництва (наприклад, при імпорті дорогих літаків, судів, устаткування). Таким чином, за допомогою авансу імпортер кредитує експортера. З іншого боку, якщо покупець відмовиться від приймання замовленого товару, то експортер може використовувати аванс для відшкодування комісійних збитків. У світовій практиці авансові платежі, як правило, становлять 10-33%. Аванс може надаватися як у грошовій формі, так і в товарній, якщо покупець надасть необхідну для виконання замовлення сировину, напівфабрикати тощо.

Крім способів платежу міжнародні розрахунки включають також і засоби розрахунків. До засобів розрахунків відносяться: чек, вексель, банківська тратта, переказ (платіжне доручення, по системі SWIFT).

**Чек** – це документ, який містить безумовний наказ чекодавця (власника поточного рахунку) здійснити платіж суми, зазначеної в чеку, певній особі або подавцю (чекоодержувачу), як у наявній формі, так і шляхом переказу грошей на рахунок власника чеку в банку.



**Рис. 12.3. Схема розрахунків за допомогою чеків**

Умовні позначки:

1. Платник (імпортер) представляє платіжне доручення для депонування коштів;
2. Заява імпортера на одержання книжки;
3. Надання банком чекової книжки платникові (імпортеріві);
4. Експортер передає імпортеріві цінності, товари, надає послуги, виконує роботи;
5. Імпортер випишує чек на користь експортера, реєструє його наприкінці чекової книжки, вказує дату, номер чека, кому вручений і на яку суму;

6. Отриманий від платника-імпортера чек здається в банк разом з реєстром чеків для оплати, у якому подаються основні реквізити чеку;
7. Банк продавця-імпортера висуває вимогу на оплату банку-експортеріві, яке оплачується в порядку міжбанківських розрахунків;
8. Банк покупця-експортера перераховує гроші банку продавця-імпортера;
9. Банк продавця-імпортера зараховує зазначену суму на рахунок продавця-експортера (чекоодержувача).

Чеки застосовуються у всіх видах платежів за поставлені товари, зроблені послуги. На практиці чеки частіше використовують у місцевих розрахунках, рідше – в іногородніх. Використання чеків суттєво прискорює платежі, оскільки все чеки оплачуються після пред'явлення. Чек повинен мати покриття, що забезпечує гарантію його оплати шляхом депонування чекодавцем за рахунок власних коштів необхідної суми на окремому рахунку у своєму банку, або за рахунок одержання банківської гарантії, тобто оплата проводиться за рахунок кредиту банку у випадку відсутності коштів на рахунку платника. У більшості країн світу встановлена кримінальна відповідальність за виставлення чека без покриття. Бланки чеків підшиваються в окремі книжки, які банки видають своїм клієнтам за їхньою заявою. Використання чеків має ряд переваг, до яких можна віднести гарантію оплати, контроль платника за товарною угодою, зближення оплати й поставки товару. Витрати на оформлення чеків відносно невеликі. Однак існуючі ризики (наприклад, втрати чека при пересиланні) знижують ефективність цього засобу розрахунків.

Розрахунки з використанням чеків регламентуються чековою конвенцією 1931 року. Чеки успішно конкурують із готівкою, якщо існують необхідні економічні й організаційно-правові умови для їх використання. Так, наприклад дорожні або туристичні чеки використовуються як засіб міжнародних заліків неторгового характеру. У США, Канаді вони застосовуються й у внутрішніх розрахунках для безготівкової оплати товарів і послуг. Для поліпшення обслуговування туристів у 1968 році створена банківська система «Єврочек». На відміну від дорожніх чеків, які купуються за готівку, єврочеки виписуються банком їх власникові без попереднього грошового внеску на більші суми й оплачуються за рахунок банківського кредиту строком до 1 місяця.

**Вексель** – це документ, який містить безумовне письмове зобов'язання однієї особи перед іншою (або його наказ іншій особі) сплатити у встановлений строк зазначену суму грошей власникові векселя, що пред'явив його до оплати.

Використання векселя як засобу міжнародних розрахунків пов'язане з тим, що частина зовнішньоторговельного обігу здійснюється за рахунок кредиту. При розрахунках по зовнішньоторговельним операціям застосовується простий вексель і переказний вексель (тратта).

Переказний вексель являє собою безумовну пропозицію кредитора (трасанту), адресовану боржникові (трасату), сплатити третій особі (ремітенту) у встановлений строк суму, зазначену на векселі. Таким чином, в угоді з

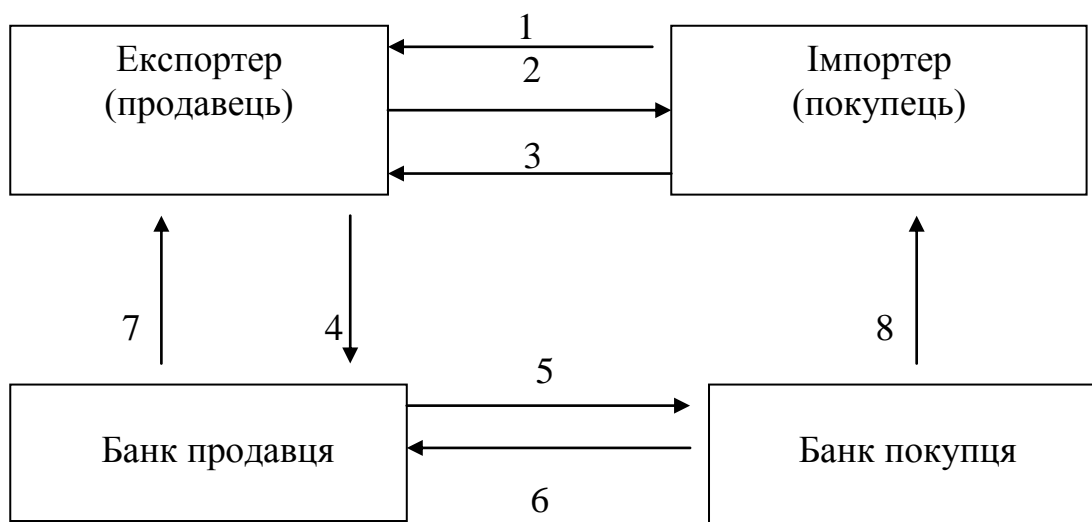
використанням тратти беруть участь три особи: векселедавець (трасант), який виписує вексель і дає наказ іншій особі про його оплату; платник за векселем (трасат), якому адресований наказ про оплату векселя; одержувач грошей (ремітент), який володіє векселем, пред'являє його до оплати трасату й одержує гроші.

Якщо векселедавець наказує сплатити власне йому, то в угоді братимуть участь тільки дві особи – трасант і трасат. Оскільки власник векселя має право передати тратту за допомогою індосаменту іншій особі для погашення свого боргу, кількість осіб, що беруть участь у вексельній угоді, може збільшуватися, у їхньому складі можуть бути й банки.

Індосамент – напис на передання, який власник векселя (індосант) робить на користь іншої особи (індосатора) на зворотному боці векселя.

Важливим атрибутом тратти є акцепт платника як письмова угода на оплату векселя, що суттєво підвищує його ліквідність. Вимагати акцепту векселя має право як векселедавець, так і кожний з індосантів, з визначенням або без визначення строку акцепту. Якщо платник відмовляється від акцепту, то це означає його відмову від платежу за векселем, що надає право власникові пред'явити йому позов у встановленому порядку, не чекаючи строку векселя.

Загальну послідовність використання простого векселя як засобу розрахунків наведено на рис. 12.4.



**Рис. 12.4. Схема розрахунків за допомогою простого векселя**

Умовні позначки:

1. Укладання договору між експортером і імпортером;
2. Передача товару від експортера імпортеру із платежем у кредит;
3. Покупець-імпортер (векселедавець) виставляє вексель із вказівкою місця й строку платежу;
4. Передача векселя на інкасо після завершення строку платежу;
5. Банк продавця передає вексель для оплати банку покупця;
6. Банк покупця перераховує гроші на рахунок продавця-експортера;
7. Банк продавця направляє експортерові повідомлення про появу грошей;

8. Банк покупця направляє імпортеріві повідомлення про платіж за векселем.

У практиці допускається поручництво за векселем третьої особи – аваль. Поручитель повинен указати, за кого він дає аваль – за себе або за одного з індосантів. Аваліст несе за векселем таку ж відповідальність, як і особа, за яку він дав поручництво. Але після оплати векселя, він стає його власником і отримує право вимоги до того, за кого він дав поручництво, і до тих осіб, які зобов'язані за векселем перед ним.

Простий вексель виставляється не кредитором, а боржником, який називається векседавцем. Векседавець ухвалює зобов'язання сплатити кредиторіві певну грошову суму в обумовленім місці в певний строк.

Банківські векселі – векселі, що виставляються банками даної країни на своїх іноземних кореспондентів. Чим вище репутація банку, тим ширше сфера обігу банківських векселів. Купивши банківський вексель, імпортер пересилає його експортеріві для погашення своїх зобов'язань.

Розрахункова діяльність банків полягає у виконанні доручень клієнтів по оплаті векселів, роблячи дві операції: інкасування й доміціляцію. Інкасування векселя полягає у виконанні банком доручення векседавця зі стягнення платежу з боржника. За цю послугу банк стягує комісію. Доміціляція векселя полягає в дорученні векседавцем або трасата банку сплатити за векселем у встановлений строк за рахунок заздалегідь внесеної в банк суми, або за рахунок стабільно наявного на його рахунку залишку грошей.

Вексель складається в строго певній формі, яка встановлюється національним законодавством. У сфері міжнародного платіжного обігу застосовуються норми й національного, і міжнародного права. В 1930 році ряд країн прийняли Єдиний вексельний закон, на основі якого країни-учасниці, у тому числі й СРСР, уніфікували національне вексельне законодавство. Їх стали називати країнами Женевської вексельної системи права.

У деяких країнах, в основному з англо-американським правом, збереглися й діють відмінні від Женевської угоди законодавчі акти. До них відносяться Великобританія, Австралія, Індія. Вони керуються Англійським вексельним законом 1882 р.

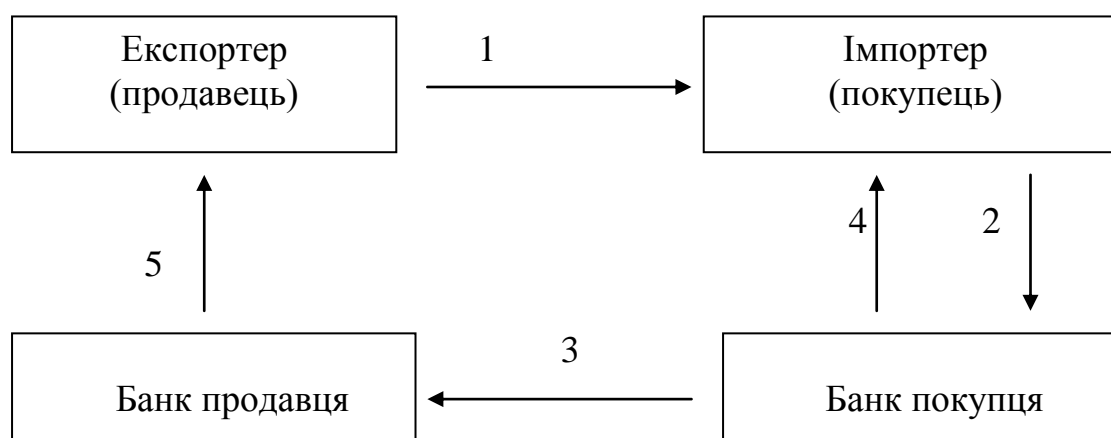
Третю групу країн формують держави, чиє вексельне законодавство не належить до Англійської й Женевської системи вексельного права. Тому в міжнародних розрахунках учасниками ЗЕД повинні враховуватися наявні відмінності й особливості вексельного законодавства, що обов'язково повинне бути застережене в зовнішньоторговельних контрактах.

**Платіжне доручення** являє собою наказ клієнта банку, складений на основі вказівок переказодавача, адресований банку-кореспондентіві про виплату певної суми переказоотримувачеві (бенефіціару).

Звичайно банківські перекази сполучаються з іншими формами міжнародних розрахунків. При розрахунках за допомогою платіжних доручень суттєво зменшується документообіг і час розрахункової операції.



Загальну послідовність розрахунків за допомогою платіжних доручень наведено на рис. 12.5.



**Рис. 12.5. Схема розрахунків за допомогою платіжних доручень**

Умовні позначки:

1. Експортер передає імпортеріві відповідно до укладеного контракту товари, виконує роботи, надає послуги;
2. Імпортер виставляє у свій банк платіжне доручення;
3. Експортер передає імпортеріві відповідно до укладеного контракту товари, виконує роботи, надає послуги;
4. Імпортер виставляє у свій банк платіжне доручення;
5. Зняття грошей з рахунку імпортера й зарахування їх на рахунок ЛОРО. Повідомлення (тобто авізування) банку, що обслуговує експортера, про здійснення операції. При вступі авізо (тобто повідомлення про те, що гроші одержали на рахунок) списання грошей з рахунку ЛОРО й зарахування їх на рахунок експортера;
6. Повідомлення імпортера про списання суми з розрахункового рахунку;
7. Авізування експортера про зарахування грошей на його рахунок.

У сучасних умовах у міжнародних розрахунках активно використовуються банківські картки – грошові документи, які надають їхнім власникам можливість отримувати товари й послуги без оплати готівкою.

Міжнародні розрахунки здійснюються за допомогою сучасних комп'ютерних технологій і інформаційно-комунікаційних систем. Автоматизація банківських процесів на міжнародному рівні дозволяє: здійснювати безпаперові платіжні операції з мінімальним залученням людської праці й скороченням операційних витрат; прискорити обмін інформацією між банками різних держав за допомогою телекомунікаційних ліній зв'язку; мінімізувати типові види банківського ризику (втрата документів, помилкова адресація, фальсифікація платіжних документів і інше).

В 1973 році в Брюсселі було створено акціонерне товариство міжнародних банківських фінансових телекомунікацій SWIFT. Міжнародна платіжна система SWIFT – співдружність всесвітніх міжбанківських фінансових телекомунікацій. Основними напрямками її діяльності є

обслуговування оперативного, надійного, ефективного, конфіденційного й захищеного від несанкціонованого доступу телекомунікаційного обслуговування для банків і проведення робіт з стандартизації форм і методів обміну фінансовою інформацією. Консорціум SWIFT є найважливішою ланкою сучасної світової фінансової системи, засновниками якої є банки – 51 % статутного фонду, інвестиційні компанії – 35 %, біржі – 10 %, корпорації, що створюють програми й технічні засоби для SWIFT – 2 %, фінансово-промислові групи – 2 %. Платіжні доручення, передані мережею SWIFT, зараховуються у формі переказу по відповідно до рахунків НОСТРО й ЛОРО, як і при використанні традиційних платіжних документів.

Робота в мережі SWIFT дає користувачам ряд переваг: робота в режимі реального часу (час доставки повідомлень до 20 хв.), скорочення операційних витрат порівняно з іншими засобами зв'язку; надійність передачі; підвищення конкурентоспроможності банків-засновників SWIFT і інше. Однак для підключення до системи SWIFT необхідно 160-200 тис.дол., що суттєво обмежує доступ до неї малих і середніх банків. Розвиток міжнародних стандартів системи SWIFT вплинуло на розвиток української системи електронної пошти. Міжнародна платіжна система SWIFT надає оперативне, надійне, ефективне, конфіденційне й захищене від несанкціонованого доступу телекомунікаційне обслуговування для банків і проведення робіт зі стандартизації форм і методів обміну фінансовою інформацією.

Європейський союз і Європейська система центральних банків проводять єдину грошову політику в новій європейській валютній зоні. Для задоволення потреб майбутньої грошової політики центральні банки країн ЄС створили систему TARGET – транс'європейську автоматизовану систему переказів міжнародних розрахунків у режимі реального часу. Основне призначення системи TARGET – об'єднання внутрішніх систем переказу великих сум країн-членів системи в міжнародну платіжну систему. Система TARGET включає внутрішні платіжні системи переказу великих сум, уведені в кожній країні, яка є членом цієї системи, технологічні процедури з'єднання, функції Європейського центрального банку. Створення європейського валютного союзу, міжнародної платіжної системи TARGET і впровадження єдиної валюти євро відкриває нові можливості для росту ролі Європи у світовій економіці й у той же час сприяє зміцненню європейської фінансової системи й світової системи в цілому.

Загальносвітову мережу платіжних систем і механізмів поєднує міжнародна мережа INTERNET, яка використовується як телекомунікаційна комерційна інфраструктура в режимі реального часу для покупки товарів і надання послуг. Найбільше поширення в даній системі одержала електронна комерція з використанням номерів кредитних карток.

## Контрольні питання до теми 12

1. Поясніть, яку роль відіграють міжнародні розрахунки в міжнародних економічних відносинах.
2. Охарактеризуйте види міжнародних розрахунків.
3. З'ясуйте сутність та механізм здійснення акредитивної форми розрахунків. Визначте переваги акредитиву порівняно з іншими формами розрахунків.
4. Охарактеризуйте види акредитивів.
5. Поясніть, яким чином використовується інкасова форма розрахунків. Які вона має переваги та недоліки?
6. Визначте механізм здійснення розрахунків шляхом банківського переказу.
7. Що собою представляють умови платежу? Охарактеризуйте види умов платежу.
8. Назвіть засоби розрахунків. Визначте сутність та охарактеризуйте види векселів.
9. Розкрийте сутність чеку як засобу розрахунків. Визначте порядок використання чеків.
10. Надайте характеристику платіжному дорученню.
11. Назвіть сучасні системи міжбанківських телекомунікацій, які забезпечують проведення міжнародних розрахунків.

## ТЕМА 13. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС КРАЇН СВІТУ

1. Сутність, структура і класифікація статей платіжного балансу.
2. Методи вимірювання сальдо платіжного балансу.
3. Чинники, що впливають на стан платіжного балансу. Рівновага платіжного балансу.
4. Методи регулювання платіжного балансу.

### 1. Сутність, структура і класифікація статей платіжного балансу.

Перерозподіл національного доходу між країнами відображають баланси міжнародних розрахунків. Саме вони є найважливішим джерелом статистичної інформації про всі міжнародні економічні відносини даної національної економіки.

*Баланси міжнародних розрахунків* – співвідношення грошових вимог і зобов'язань, надходжень і платежів однієї країни по відношенню до інших країн.

Основними видами балансів міжнародних розрахунків є:

- розрахунковий баланс;
- баланс міжнародної заборгованості;
- платіжний баланс.

*Розрахунковий баланс* показує співвідношення на певну дату вимог і зобов'язань даної країни по відношенню до інших країн незалежно від термінів настання платежів. Розрізняють розрахункові баланси за певний період і на конкретну дату. У першому випадку розрахунковий баланс відображає динаміку вимог і зобов'язань країни до інших держав. Оцінити валютно-фінансове положення країни дозволяє розрахунковий баланс на певну дату (як правило, на початок або кінець року), оскільки в ньому відбиваються всі вимоги і зобов'язання країни незалежно від періоду їх виникнення і терміну оплати. Вимоги країни по відношенню до іноземних держав, її інвестування в економіку інших країн відбивається в активних статтях розрахункового балансу. Зобов'язання країни, які виникають по іноземних інвестиціях, зарубіжних кредитах, відбиваються в пасивних статтях розрахункового балансу. Якщо вимоги країни перевищують її зобов'язання, то виникає активне сальдо розрахункового балансу, яке показує, що країна є нетто-кредитором, тобто надавала кредитів, інвестицій більше, ніж залучала. Як нетто-кредитор країна отримуватиме валютні надходження в майбутньому. Пасивний розрахунковий баланс показує, що країна є нетто-боржником, тобто вона залучала кредитів і інвестиції більше, ніж надавала, і в майбутньому країна повинна забезпечити відповідні платежі іноземним державам.

Близьким до розрахункового балансу є *баланс міжнародної заборгованості*, який має свої особливості в окремих країнах і відрізняється набором статей. Наприклад, в США застосовується «баланс міжнародних інвестицій». Баланс міжнародних інвестицій є похідним від платіжного балансу статистичним звітом, в якому відбиваються накопичені запаси зовнішніх

фінансових активів і зобов'язань країни. Баланс міжнародних інвестицій може бути використаний для прогнозування майбутнього припливу доходів або надходжень від іноземних інвестицій країни і потоку платежів по іноземних інвестиціях, які вкладені в економіку даної країни.

Зовнішньоекономічні зв'язки у своєму розвитку проходять певні етапи, зміна яких характеризує посилення цілісності світового господарства, ускладнення змісту міжнародних економічних відносин: від торгівлі і послуг – до руху капіталу і розвитку міжнародного виробництва, далі – до формування єдиного світового ринку валют, кредитів, цінних паперів. Крім економічних існують політичні, військові, культурні й інші відносини між країнами, що породжують грошові платежі й надходження. Багатогранний комплекс міжнародних відносин країни знаходить висвітлення в балансовому рахунку її міжнародних операцій, що в економічній теорії називається *платіжним балансом*.

Рух товарів і послуг через національні кордони врівноважується рухом в протилежному напрямі фінансових потоків (грошових коштів), що є платежами за товари і послуги. Ці потоки реєструються і узагальнено відображаються в статтях платіжного балансу.

Під *платіжним балансом* розуміється статистичний запис всіх економічних операцій або зобов'язань, здійснених протягом певного відрізка часу (місяць, квартал, рік) між резидентами даної країни і резидентами інших країн світу.

*Платіжний баланс* також розглядається як вартісний вираз всього комплексу світогосподарських зв'язків країни у формі співвідношення надходжень та платежів.

МВФ характеризує *платіжний баланс* як «статистичний запис всіх економічних операцій протягом даного періоду між резидентами країн, що звітують».

При цьому при складанні платіжного балансу резидентами вважаються наступні особи:

а) фізичні особи, що мають постійне місцепроживання в Україні, зокрема ті, що тимчасово знаходяться за межами України;

б) юридичні особи, створені відповідно до законодавства України, з місцезнаходженням в Україні;

в) підприємства і організації, що не є юридичними особами, створені відповідно до законодавства України, які знаходяться за межами України;

г) дипломатичні і інші офіційні представництва України, що знаходяться за межами України;

д) філіали і представництва резидентів, вказаних в підпунктах «б» і «в», що знаходяться за межами України.

За економічним змістом розрізняють платіжний баланс на певну дату і за певний період.

Платіжний баланс на певну дату неможливо зафіксувати у формі статистичних показників; він існує у вигляді змінного з дня на день співвідношення платежів і надходжень. Стан платіжного балансу визначає попит і пропозицію національної та іноземної валюти в даний момент, він є одним з факторів формування валютного курсу.

Платіжний баланс за певний період (місяць, квартал, рік) складається на підставі статистичних показників про здійснені за цей період зовнішньоекономічні угоди і дозволяє аналізувати зміни в міжнародних економічних відносинах країни, в масштабах і особливостях її участі у світовому господарстві. Показники платіжного балансу за період пов'язані з агрегатними показниками економічного розвитку (валовим національним продуктом, національним доходом тощо) і є об'єктом державного регулювання. Стан платіжного балансу тісно пов'язаний зі станом національної валюти в довгостроковому аспекті, ступенем її стабільності, характером змін валютного курсу.

З бухгалтерського погляду платіжний баланс завжди знаходиться в рівновазі. Але за його основними розділами завжди існує або активне сальдо (якщо надходження перевищують платежі), або пасивне (якщо платежі перевищують надходження). Теорія і практика складання платіжного балансу розвивається й удосконалюється відповідно до змін у світовій економіці. Термін «баланс» застосовується в міжнародних платіжних відносинах для вираження ряду понять, включаючи балансовий рахунок, чи сальдо, залишок рахунка, стан рахунка, рівновага тощо. Тому платіжний баланс – це не тільки рахунок міжнародних операцій країни, дві сторони якого врівноважують одна одну, але і певний стан цих операцій, який включає якісні і структурні характеристики основних його елементів.

Поділ платіжного балансу на конкретні рахунки, чи компоненти, повинен ґрунтуватися на ряді принципів, серед яких варто особливо виділити наступні:

- кожна стаття платіжного балансу повинна мати свої особливості, тобто фактор чи їхня сукупність, що здійснюють вплив на обсяг однієї статті, повинні відрізнятися від факторів, що впливають на інші статті;

- наявність тієї чи іншої статті в платіжному балансі повинна мати значення для групи країн, виражене як у динаміці зміни цієї статті, так і в абсолютній її величині. Іншими словами, якщо який-небудь показник системи платіжного балансу підданий сильним коливанням протягом визначеного періоду часу в групі країн або він займає велику питому вагу в платіжних балансах групи країн, то він повинний бути виділений у вигляді окремої статті;

- збір інформації для обліку по статтях не повинний представляти особливих складностей для укладачів платіжного балансу (проте, цей принцип другорядний стосовно перших двох);

- структура платіжного балансу повинна бути такою, щоб показники платіжного балансу сполучалися з іншими статистичними системами, наприклад, системою національних рахунків; у той же час, кількість статей не повинна бути надмірно численною, а самі статті повинні підлягати консолідації в компоненти більш високого рівня (для того, щоб країни, що не вийшли на

високий рівень обробки статистичної інформації, були здатні представляти платіжний баланс із меншою деталізацією).

Платіжний баланс складається з наступних *розділів*:

- торговий баланс;
- баланс послуг і некомерційних платежів (баланс «невидимих» операцій);

- баланс руху капіталів і кредитів.

Співвідношення вартості експорту і імпорту товарів утворює *торговий баланс*. Значення активу або дефіциту торгового балансу для кожної окремої країни залежить від її позицій у світовому господарстві, характеру її зв'язків з партнерами і загальної економічної політики. Для країн, що відстають від лідерів за рівнем економічного розвитку, активний торговий баланс необхідний як джерело валютних коштів для оплати міжнародних зобов'язань за іншими статтями платіжного балансу. Пасивний торговий баланс вважається небажаним і переважно оцінюється як ознака слабкості позицій країни в світовому господарстві.

*Баланс послуг* включає платежі і надходження за транспортними перевезеннями, страхуванням, електронним, телекосмічним, телеграфним, телефонним, поштовим і іншим видам зв'язку, міжнародним туризмом, обміном науково-технічним і виробничим досвідом, експертними послугами, утриманням дипломатичних, торгових і інших представництв за кордоном, переданням інформації, культурним і науковим обміном, різними комісійними зборами, рекламою, ярмарками тощо. Послуги є сектором міжнародних економічних зв'язків, що динамічно розвивається; його роль і вплив на обсяги і структуру платежів і надходжень постійно зростають.

Відповідно до запропонованої МВФ методики складання платіжного балансу особливою позицією в ньому показуються односторонні перекази, зокрема:

а) державні операції – субсидії іншим країнам по лінії економічної допомоги, державні пенсії, внески в міжнародні організації;

б) приватні операції – перекази іноземних робітників, фахівців, родичів на батьківщину.

*Баланс руху капіталів і кредитів* виражає співвідношення вивозу і ввезення державних і приватних капіталів, наданих і одержаних міжнародних кредитів. За економічним змістом ця операція ділиться на дві категорії: міжнародний рух підприємницького і позикового капіталу.

Підприємницький капітал містить прямі закордонні інвестиції і портфельні інвестиції. Прямі інвестиції є важливою формою вивезення довгострокового капіталу і значно впливають на платіжний баланс.

Міжнародний рух позичкового капіталу класифікується за ознакою тривалості:

- довгострокові і середньострокові операції – це державні й приватні позики і кредити, які надаються більше ніж на рік. Отримувачами державних позик і кредитів є переважно менш розвинуті країни, тоді як розвинуті держави є головними кредиторами;

– короткострокові операції – це міжнародні позики терміном до року, поточні рахунки національних банків в іноземних банках, переміщення грошового капіталу між банками.

Методи складання платіжного балансу і визначення його сальдо мають велике значення для правильного тлумачення показників міжнародних розрахунків. Міжнародні платіжні відносини пройшли тривалий шлях розвитку. Разом з ними розвивається і зазнає певних змін методологія складання і аналізу платіжних балансів. Сучасні форми представлення платіжного балансу є результатом тривалої еволюції теорії платіжного балансу і практики його складання.

Згідно зі стандартною класифікацією, розробленою і рекомендованою Міжнародним валютним фондом, платіжний баланс включає два основні рахунки: рахунок (баланс) поточних операцій і рахунок операцій з капіталом і фінансовими інструментами (табл. 13.1).

Таблиця 13.1

### Структура платіжного балансу

I . Рахунок поточних операцій	
1. Товарний експорт	2. Товарний імпорт
Сальдо балансу зовнішньої торгівлі (торгівельний баланс)	
3. Експорт послуг (доходи від іноземного туризму тощо, не враховуючи кредитні послуги)	4. Імпорт послуг (платежі за туризм за кордоном тощо, не враховуючи кредитні послуги)
5. Чисті факторні доходи з-за кордону (чисті доходи від інвестицій і трудові доходи)	
6. Чисті поточні трансферти	
Сальдо балансу по поточних операціях	
II . Рахунок операцій з капіталом і фінансових операцій	
7. Чисті капітальні трансферти 8. Отримані коротко- і довгострокові кредити 10. Чисті пропуски і помилки	9. Надані коротко- і довгострокові кредити
Сальдо балансу руху капіталу і фінансових операцій	
Загальне сальдо платіжного балансу (баланс офіційних розрахунків)	
	11. Чисте збільшення офіційних резервів

У рахунку поточних операцій відбиваються всі надходження від продажу товарів і послуг нерезидентам і всі витрати резидентів на товари і послуги, що надаються іноземцям, а також чисті доходи від інвестицій і чисті поточні трансферти.

Різниця між товарним експортом і товарним імпортом утворює торговельний баланс. У торговельному балансі експорт товарів відбиває надходження платежів, а імпорт – виплати. Товарний експорт враховується із знаком «плюс» і виступає як кредит тому, що створює запаси іноземної валюти в національних банках. Навпаки, товарний імпорт враховується в графі «дебет»



із знаком «мінус», оскільки він скорочує запаси іноземної валюти в країні. Перевищення експорту над імпортом означає активне сальдо торговельного балансу. Аналіз торговельних балансів окремих країн дає уявлення про сукупний обсяг міжнародної торгівлі.

До факторних послуг, які відображаються в балансі поточних операцій, відносяться чисті доходи від інвестицій. Вони пов'язані з «чистим експортом» кредитних послуг, тобто національного грошового капіталу, що вкладається за кордоном. У цю статтю включаються власне доходи на інвестиції, відсотки по боргових зобов'язаннях, а також оплата праці резидентів, що працюють за кордоном. Якщо національний капітал, вкладений за кордоном, приносить більший обсяг відсотків і дивідендів, чим іноземний капітал, інвестований в даній країні, то чисті доходи від інвестицій виявляться позитивними, інакше – негативними.

Чисті поточні трансферти включають перекази приватних і державних коштів в інші країни без отримання у відповідь товару або послуги (пенсії, подарунки, безвідплатна допомога іноземним державам тощо). Оскільки переказ поточних трансфертів здійснюється без відчутного припливу цінностей, необхідно вписати штучний дебетовий рядок, щоб зберігся принцип подвійного рахунку. Поточні трансферти не означають передачу права власності на основний капітал.

У *рахунку операцій з капіталом і фінансовими інструментами* відбиваються всі міжнародні операції з активами країни (їх покупка і продаж), а також чисті капітальні трансферти (безкоштовну передачу власності на основний капітал). Надання кредитів означає витрати на купівлю активів за кордоном (акцій, облігацій, нерухомості і тому подібне), а їх здобуття – надходження від продажу активів. Наприклад, якщо країна отримує іноземний кредит, то вона продає актив, тобто обіцянку виплатити його в майбутньому з відсотками. Подібна операція знайде відображення на рахунку капіталу і фінансових операцій в графі «кредит».

Рахунок капіталу і фінансових операцій включає також чисті капітальні трансферти (безвідплатну передачу власності на основний капітал). До них відносяться, наприклад, інвестиційні гранти. На відміну від балансу поточних операцій, рахунок операцій з капіталом і фінансовими інструментами включає лише капітальні трансферти – трансферти, що включають передачу права власності на основний капітал, пов'язані з придбанням або використанням основного капіталу або передбачаючи анулювання боргу кредитором. Сальдо по статтях рахунку операцій з капіталом і фінансовими інструментами, які відображають надання і отримання довгострокових і короткострокових кредитів, показує чисті надходження іноземної валюти від всіх операцій з активами. Позитивне сальдо рахунку руху капіталу визначається як чистий приплив капіталу в країну. Навпаки, чистий відплив (або вивіз капіталу) виникає в умовах дефіциту рахунку руху капіталу, коли витрати на купівлю активів за кордоном перевершують доходи від їх продажу за рубіж.

Запропонована МВФ схема у загальних рисах повторює прийнятну систему побудови статей платіжних балансів провідних країн, але з деякими

модифікаціями, які роблять цю схему універсальною і дозволяють порівнювати і аналізувати платіжні баланси не тільки розвинених країн, але і країн, що розвиваються.

Незважаючи на вдосконалення методики збирання і обробки статистичних показників платіжного балансу, недоліки залишаються значними. Тому виділено статтю «Помилки і пропуски», в яку включаються дані статистичної погрішності і неврахованих операцій. Найважче піддається обліку рух короткострокового грошового капіталу, особливо в період криз.

Серед операцій, які відображаються в платіжному балансі, окремо виділяється збільшення офіційних валютних резервів. За допомогою даної операції враховують купівлю і продаж офіційних валютних резервів і формують інформацію для регулювання макроекономічної ситуації в країні. Найбільш поширеними видами офіційних валютних резервів є: монетарне золото, іноземна валюта (готівка), депозити і цінні папери іноземних урядів, спеціальні права запозичення і резервна позиція в МВФ. Таким чином, зазначена стаття відображає методи і джерела регулювання платіжного балансу офіційних розрахунків. Дефіцит платіжного балансу, під яким розуміють баланс офіційних розрахунків, дорівнює чистому продажу іноземної валюти центральним банком. І навпаки, позитивне сальдо платіжного балансу відповідає чистим закупівлям іноземної валюти центральним банком країни.

Прийнята МВФ система класифікації статей платіжного балансу використовується країнами як основа національних методів класифікації. При цьому характер міжнародних розрахунків окремих країн диктує і особливості складання ними платіжних балансів. Платіжні баланси промислово розвинених країн і країн, що розвиваються, істотно різняться за змістом.

При складанні платіжного балансу використовується принцип подвійного запису. Як і будь-який бухгалтерський рахунок платіжний баланс має дві частини – дебет та кредит. До кредиту відносяться операції, які відображають відтік цінностей і приплив валюти до країни. У зв'язку з цим експорт товарів завжди відбивається в кредитовій (прибутковій) частині платіжного балансу: зменшення товарних цінностей країни (активів) супроводжується еквівалентним надходженням грошей. Кредитова сторона відповідає поняттю «надходження», «доходи», тому всі операції записуються із знаком «плюс». Наприклад, продаж товарів за рубіж, надання послуг іноземним резидентам, покупка іноземцями акцій вітчизняних підприємств, отримання пенсій з-за кордону записують по кредиту, оскільки дані операції означають надходження іноземної валюти.

До дебету відносяться операції, які відображають використання валюти країною в обмін на придбання цінностей. Дебетова сторона платіжного балансу відповідає поняттю «платіж», «витрати», тому всі операції записуються із знаком «мінус». Наприклад, імпорт товарів, покупка ліцензій і патентів, перекази прибутків іноземних компаній, що працюють в національному господарстві та ін. означають зменшення запасів іноземної валюти на рахунках резидентів, оскільки збільшення ресурсів (активів) країни вимагає відповідної витрати певної суми грошей.

Хоча платіжний баланс являє собою форму обліку, в основі якого лежить принцип подвійного запису, в дійсності уряди практично не користуються цим методом під час обліку кожної операції, яка відображається при його розрахунку. Причина цього криється у відсутності повної та достовірної інформації про всі без винятку міжнародні економічні контакти країни протягом року. Відповідні державні установи, як правило, роблять один запис за кожною позицією, користуючись при цьому різними джерелами інформації, які відрізняються одне від одного з точки зору її повноти та однорідності. Внаслідок цього дебет та кредит в агрегованому вигляді ніколи не збігаються.

## **2. Методи вимірювання сальдо платіжного балансу.**

Сальдо платіжного балансу є важливим показником. Його величина входить в обчислення ВВП та національного доходу і впливає на положення валюти, на вибір інструментів зовнішньої і внутрішньої економічної політики. Найважливішою проблемою, що виникає при вимірюванні сальдо платіжного балансу, є класифікація статей на основні і балансуєчі. Такий розподіл статей є загальновизнаним методом визначення дефіциту або активу платіжного балансу.

*Сальдо основних статей* називають «сальдо платіжного балансу», а залежно від того, позитивна ця величина або негативна, - активом або дефіцитом платіжного балансу. Воно покривається за допомогою балансуєчих статей.

Показник активу чи дефіциту платіжного балансу не повинний розумітися як характеристика всього платіжного балансу, що завжди знаходиться в рівновазі. Показник сальдо платіжного балансу є структурним. Його величина в першу чергу залежить від вибору статей, підсумок яких він представляє. Такий вибір не може бути довільним. Він підлеглий визначеній задачі і несе відбиток відповідного аналітичного підходу.

Класифікація статей платіжного балансу за методикою МВФ дозволяє проілюструвати еволюцію методів визначення його сальдо. Користаючись цією схемою, досить підвести ризику під визначеною групою операцій, і тоді підсумковий показник усіх статей, розташованих вище риси, буде відповідати сальдо платіжного балансу по одній з відомих концепцій. Цей показник буде врівноважуватися підсумком сум усіх статей нижче риси, узятих зі зворотним знаком.

На практиці підраховуються три сальдо, відповідно балансам за поточними операціями, рухом капіталів і офіційними розрахунками.

### *Сальдо балансу поточних операцій.*

Сальдо за поточними операціями (сальдо поточного платіжного балансу) – це сальдо найважливіших для господарства країни статей, які порівняно повільно змінюються (входять в блок А), і тому воно розраховується найчастіше. Сальдо поточного платіжного балансу повинне балансуватися всіма іншими статтями, що розміщені нижче. Баланс поточних операцій включається в національні рахунки, різні макроекономічні викладення для визначення підсумку зовнішньоекономічної діяльності країни і її взаємодії із внутрішніми економічними процесами.

*Сальдо балансу руху капіталів.*

З ростом вивозу капіталу в закордонній економічній теорії формується концепція платіжного балансу, відповідно до якої сальдо поточних операцій повинне врівноважувати баланс руху довгострокового капіталу. За схемою класифікації МВФ це означає, що сальдо операцій по групі А (поточні операції) повинне бути дорівнює сальдо операцій по групі В (довгостроковий капітал) зі зворотним знаком. Відповідно до цієї концепції за рахунок активу балансу поточних операцій повинне було здійснюватися фінансування вивозу довгострокового капіталу.

Саме рух капіталів є головним «контрбалансом» поточним операціям. Іншими словами, якщо сальдо поточного платіжного балансу негативне, то воно зазвичай погашається (повністю або частково) позитивним сальдо руху капіталу. Якщо ж у країні позитивне сальдо поточного платіжного балансу, то це створює базу для того, щоб вивіз капіталу з країни перевищував ввезення.

*Сальдо балансу офіційних розрахунків.*

Стандартне визначення балансу офіційних розрахунків, що застосовувалося багатьма країнами, припускає включення до складу балансуєчих наступних статей: операції офіційних валютних органів з валютними резервами (золото, іноземна валюта, резервна позиція в МВФ і активи в СДР); зміни зобов'язань офіційних валютних органів перед іноземними офіційними установами, включаючи міжнародні організації, розподіл СДР. За класифікацією МВФ, сальдо підсумкового балансу охоплює всі блоки, крім останнього. У цьому сальдо всі блоки розглядаються як джерела приросту (відтоку) засобів в країну (з країни), а блок Н – як балансуєчий. Тобто сальдо платіжного балансу за концепцією офіційних розрахунків виступає як підсумок по групах  $A + B + C + D + E + F + G$ , що класифікуються як основні статті, воно врівноважується підсумковою сумою операцій по групі Н, тобто офіційними валютними операціями.

Підсумкова зміна офіційних резервів країни відбувається за рахунок змін (окрім змін через коливання валютного курсу і світових цін):

- а) обсягу золотого запасу;
- б) кількості СДР на рахунку країни в МВФ;
- в) резервної позиції країни в МВФ;
- г) обсягу валютних резервів;
- д) обсягу вимог країни до іноземних державних органів (і навпаки);
- е) використання кредитів МВФ, призначених переважно для погашення дефіциту платіжного балансу.

Крім зазначених трьох основних методів розрахунку сальдо платіжного балансу, існує кілька проміжних методик. Так, сутність концепції базисного балансу полягає у виділенні базисних, стійких угод, що включаються в основні статті, що, на думку її авторів, характеризують її стійкість у часі і несприйнятливості до коливань економічної кон'юнктури. Такими стали вважати не тільки поточні операції, але і рух довгострокового капіталу і валютних резервів. За класифікацією МВФ, сальдо базисного балансу

визначається як сума сальдо операцій по групах А і В. Ця сума повинна врівноважуватися балансом операцій, розташованих нижче групи В.

Наступним кроком була розробка концепції ліквідності, висунутої США в 1958 р. За концепцією ліквідності, до складу основних статей, крім тих, що включаються прихильниками базисних угод, входять ще три види угод: рух приватного короткострокового національного капіталу, іноземних комерційних кредитів і сальдо по статті «Помилки і пропуски». У балансуєчі статті входять зміни: американських валютних резервів (включаючи внесок у МВФ); ліквідних зобов'язань США перед іноземними офіційними установами і приватними особами. Особливістю цієї концепції було розмежування державних валютних резервів США і валютних активів у руках американських приватних власників.

Отже, розгляд розвитку концепцій складання платіжного балансу й виміру його сальдо показує, що жодна з них не дає абсолютно точного виміру масштабів операцій і уніфікованого поділу на основні і балансуєчі статті. Як правило, нові концепції розрахунку сальдо платіжного балансу з'являються в періоди серйозного ламання структури міжнародних розрахунків, змін в економіці і валютній системі, означаючи спроби відбити сформовані зміни.

### **3. Чинники, що впливають на стан платіжного балансу. Рівновага платіжного балансу.**

Платіжний баланс дає уявлення про участь країни в світовому господарстві, масштаби, структуру і характер її зовнішньоекономічних зв'язків. Платіжний баланс має прямий і зворотний зв'язок з відтворенням. З одного боку, його складають під впливом процесів, що відбуваються у відтворенні, а з іншого – під впливом курсових співвідношень валют, золотовалютних резервів, валютного становища, зовнішньої заборгованості, напрямів економічної, зокрема, валютної політики, стану світової валютної системи.

У платіжному балансі відображаються:

- структурні диспропорції економіки, які визначають різні можливості експорту і потреби імпорту товарів, капіталів, послуг;
- зміни у співвідношенні ринкового і державного регулювання економіки;
- кон'юнктурні фактори (рівень міжнародної конкуренції, інфляції, зміни валютного курсу тощо).

На стан платіжного балансу впливає ряд *чинників*:

1. Нерівномірність економічного і політичного розвитку країн, міжнародна конкуренція. Еволюція основних статей платіжного балансу відбиває зміни співвідношення сил центрів суперництва в світовій економіці.

2. Циклічні коливання економіки. У платіжних балансах знаходять вираз коливання, підйоми і спади господарської активності в країні, оскільки від стану внутрішньої економіки залежать її зовнішньоекономічні операції.

3. Зростання закордонних державних витрат. Важким тягарем для платіжного балансу є зовнішні урядові витрати, які переслідують різноманітні економічні і політичні цілі.

4. Мілітаризація економіки і військові витрати. Непряма дія військових витрат на платіжний баланс визначається їх впливом на умови виробництва, темпи економічного зростання, а також масштабами вилучення з цивільних галузей ресурсів, які могли б використовуватися для капіталовкладень, зокрема в експортні галузі. Якщо експортні галузі завантажені військовими замовленнями, а кошти, які можна застосувати для розширення вивозу товарів, прямують на військові цілі, це призводить до скорочення експортних можливостей країни.

5. Посилення міжнародної фінансової взаємозалежності. В сучасних умовах рух фінансових потоків став важливою формою міжнародних економічних зв'язків. Це обумовлено збільшенням масштабів вивозу капіталів, розвитком світового ринку позикових капіталів, включаючи євrorинки. Важливим чинником руху капіталів стало посилення незбалансованості платіжного балансу і потреба в залученні позикових коштів для покриття його пасивного сальдо.

6. Зміни в міжнародній торгівлі. НТР, зростання інтенсифікації господарства, перехід на нову енергетичну базу викликають структурні зрушення в міжнародних економічних зв'язках. Інтенсивнішою стала торгівля готовими виробами, зокрема наукоємними товарами, а також нафтою, енергоресурсами. На стан платіжного балансу впливають явні і приховані міжнародні операції ТНК. Підвищився вплив нецінових чинників конкуренції – новизни, якості, надійності, термінів поставки продукції.

7. Вплив валютно-фінансових чинників на платіжний баланс. Девальвація звичайно заохочує експорт, а ревальвація стимулює імпорт за інших рівних умов. Нестабільність світової валютної системи погіршує умови міжнародної торгівлі і розрахунків. Коливання курсу провідних валют, які використовуються як валюти ціни і платежу, впливають на платіжні баланси більшості країн.

8. Негативний вплив інфляції на платіжний баланс. Це відбувається в тому випадку, якщо підвищення цін знижує конкурентоспроможність національних товарів, утруднюючи їх експорт, заохочує імпорт товарів і сприяє втечі капіталів за кордон.

9. Надзвичайні обставини – неврожай, стихійні лиха, катастрофи і т.д. негативно впливають на платіжний баланс [78].

Платіжний баланс є узагальнюючим показником, який характеризує ступінь пристосування зовнішньоекономічного сектору країни до світової економіки. Порушення рівноваги платіжного балансу вимагає відповідних змін основних макроекономічних показників. Аналіз загального стану платіжного балансу заснований на оцінці стану всіх його структурних частин та визначенні наявності рівноваги в кожній з них.

Можливості досягнення рівноваги платіжного балансу значною мірою обумовлюються можливостями фінансування його сальдо. Особливе значення має фінансування сальдо балансу поточних операцій. При цьому для отримання більш повної інформації щодо причин порушення рівноваги платіжного балансу необхідним є порівняння його стану за декілька останніх періодів.

В залежності від тривалості дії різних чинників, які впливають на стан платіжного балансу, виокремлюють його довгострокову, середньострокову та короткострокову рівновагу.

За **довгострокової рівноваги** платіжного балансу сальдо з торгівлі товарами та послугами відсутнє протягом тривалого періоду часу.

Додане сальдо рахунку поточних операцій показує, що за рахунок операцій на зовнішніх ринках країна забезпечує більший приплив іноземної валюти, ніж витрачає валюти на виконання імпорتنих угод. Для досягнення рівноваги платіжного балансу сальдо балансу поточних операцій повинне компенсуватися сальдо балансу руху капіталу. Довгострокова рівновага платіжного балансу визначається за формулою:

Сальдо балансу поточних операцій країни характеризує її міжнародну фінансову позицію. При цьому країна з тривалим дефіцитом поточного рахунку вважається нетто-дебітором, а країна з тривалим активним поточним балансом – нетто-кредитором.

Підтримка **середньострокової рівноваги** платіжного балансу забезпечується за допомогою механізму довгострокового кредитування.

В основі ідентифікації середньострокової нерівноваги знаходиться сальдо базового балансу, тобто загальний результат балансу поточних операцій і балансу руху довгострокового капіталу. Стан сальдо базового балансу показує, наскільки сальдо поточного балансу покривається довгостроковим капіталом. Середньострокова рівновага платіжного балансу визначається за формулою:

Оскільки на рух довгострокового капіталу більше впливають немонетарні параметри, ніж валютно-фінансові чинники, стабільність зовнішніх платежів країни за відсутності сальдо базового балансу може спостерігатися протягом 3-5 років, що відповідає середньостроковій перспективі.

Ознаками порушення середньострокової рівноваги платіжного балансу є формування дефіциту або надлишку базового балансу, що спостерігаються протягом кількох років.

Досягнення **короткострокової рівноваги** платіжного балансу відбувається тоді, коли будь-які дії урядових органів (передусім, центрального банку) щодо використання офіційних валютних резервів країни відсутні протягом звітного періоду. Короткострокова рівновага платіжного балансу означає відсутність сальдо рахунку офіційних резервів.

В основі аналізу причин порушення рівноваги платіжного балансу знаходиться визначення типу дисбалансу, що склався. До видів незбалансованості зовнішніх розрахунків країни належать:

- ⇒ сезонний дисбаланс;
- ⇒ випадковий дисбаланс;
- ⇒ циклічний дисбаланс;
- ⇒ структурний дисбаланс;
- ⇒ дисбаланс через дестабілізуючі спекуляції і «втечу» капіталу;
- ⇒ дисбаланс з інших причин [128].

### *Сезонний дисбаланс.*

Сезонна нерівновага платіжного балансу країни виникає внаслідок сезонних коливань обсягів експорту та імпорту, що не збігаються у часі. Сезонні відхилення є скороминучими і не мають вагомих довгострокових наслідків для зовнішньоекономічних позицій країни.

### *Випадковий дисбаланс.*

Випадкова незбалансованість обумовлюється непередбаченими явищами неекономічного (природного, політичного, соціального) характеру (повінь, землетрус, інші несприятливі природні умови, неврожай, громадянські заворушення тощо). Такі ефекти, як правило, носять одноразовий характер. Водночас, якщо країна перебуває у стані війни, революційних змін, то через тривалий вплив цих подій на економіку країни і її зовнішні позиції їх не можна вважати випадковими.

### *Циклічний дисбаланс.*

Циклічна нерівновага платіжного балансу пов'язана з циклічним характером економічного розвитку, внаслідок якого спостерігаються періодичні зміни співвідношення попиту і пропозиції на світових ринках. Прикладом такого дисбалансу є Велика депресія 30-х рр., коли катастрофічне падіння реальних доходів та виробництва, масове безробіття у більшості промислово розвинених країн призвели до нерівноваги у платіжно-розрахункових відносинах. Криза міжнародної фінансової системи змусила країни до здійснення конкурентного знецінення національних грошей, запровадження широкомасштабних обмежень у торговельній та фінансовій сферах.

### *Структурний дисбаланс.*

Дисбаланс структурного характеру виникає внаслідок того, що економіка країни недостатньо швидко пристосовується до змін попиту на експорт та імпорт. Зокрема, зміна попиту на експортні товари країни може відбутися через зміну смаків, появу нових товарів-аналогів на світових ринках, зниження цін на конкуруючі товари, технологічні нововведення тощо. Такі явища на внутрішньому ринку можуть призвести і до зміни попиту на імпорт. Усунення структурної нерівноваги вимагає зміни структури економіки.

### *Дисбаланс через дестабілізуючі валютні спекуляції і «втечу» капіталу.*

Відплив капіталу з країни відбувається через негативні очікування інвесторів, їх невпевненість щодо майбутньої ситуації (передбачуване очікування війни, революції, націоналізації іноземних підприємства через зміну політичного режиму в країні, очікуване знецінення валюти). Масштабні валютні спекуляції, як правило, спостерігаються одночасно з втечею капіталу і посилюють незбалансованість рахунку капітальних операцій.

### *Дисбаланс з інших причин.*

Нерівновага платіжного балансу може виникати і через інші причини – заходи національного валютного регулювання, глобальні технологічні зміни в економіці, які відбуваються з її переходом до вищого ступеня розвитку і тривають протягом кількох десятиліть, тощо.

Виявлення типу нерівноваги платіжного балансу має першочергове значення для розробки комплексу заходів щодо його урівноваження.



#### 4. Методи регулювання платіжного балансу.

Платіжні баланси країн світу постійно перебувають в нерівновазі, тобто сальдо по поточних операціях і сальдо підсумкового балансу зазвичай не дорівнюють нулю і тому балансуються (врівноважуються) рухом капіталів, державними балансуєчими операціями і змінами в резервах.

Платіжний баланс є одним з основних інструментів макроекономічного аналізу та прогнозування. Дані платіжного балансу відбивають, як протягом звітного періоду розвивалася торгівля з іншими країнами, що безпосередньо впливає на рівень виробництва, зайнятості і споживання, скільки доходів було отримано від нерезидентів і скільки було виплачено їм. Ці дані дозволяють простежити, у якій формі відбувалося залучення іноземних інвестицій, чи вчасно здійснювалося погашення зовнішньої заборгованості країни чи мали місце її прострочення і реструктуризація, а також як центральний банк усував платіжні дисбаланси, збільшуючи чи зменшуючи розмір своїх резервів в іноземній валюті.

Платіжний баланс є одним з об'єктів державного регулювання, що обумовлено наступними причинами:

- ✓ Платіжним балансам властива неврівноваженість, що виявляється в тривалому і значному дефіциті у одних країн і надмірному активному сальдо у інших.
- ✓ Після відміни золотого стандарту в 30-х роках ХХ століття стихійний механізм вирівнювання платіжного балансу шляхом цінового регулювання діє у край слабо. Тому вирівнювання платіжного балансу вимагає цілеспрямованих державних заходів.

В умовах інтернаціоналізації господарських зв'язків підвищилося значення платіжного балансу в системі державного регулювання економіки.

*Державне регулювання платіжного балансу* – це сукупність економічних, зокрема валютних, фінансових, грошово-кредитних заходів держави, спрямованих на формування основних статей платіжного балансу, а також покриття сальдо.

Методи державного регулювання зовнішніх розрахунків країни розглядають різні *теорії платіжного балансу*.

Теорія автоматичного саморегулювання платіжного балансу (Д. Юм, Д. Рікардо) обґрунтовувала достаток платіжного балансу країни процесами припливу і відпливу золота з національної економіки. Приплив золота в країну сприяє зростанню грошової маси в національній економіці, ціни зростають, що стимулює імпорт дешевших іноземних товарів. Як результат, активний платіжний баланс стає пасивним. Якщо ж спостерігається відплив золота, то у такому разі кількість золотих грошей в країні зменшувалася, знижувалися ціни, що сприяло зростанню конкурентоспроможності національних товарів і, отже, активувало їх експорт, що зрештою активізувало баланс її міжнародних розрахунків.

Кейнсіанська теорія (Дж. М. Кейнс) обґрунтовує роль державного регулювання платіжного балансу, вживання яких забезпечить його урівноваження.

Згідно з теорією внутрішньої і зовнішньої рівноваги (Р. Харод, Р. Манделл) внутрішня рівновага забезпечується досягши достатку повної зайнятості і стабільних цін. Зовнішня рівновага в економіці досягається при довготривалій рівновазі її платіжного балансу.

Інструментарно-цільовий метод регулювання платіжного балансу (Дж. Мид, Я. Тінберген) заснований на розробці економетричних моделей, практичне вживання яких, проте обмежено соціальними, економічними і технічними умовами. Дані моделі аналізують причинно-наслідкові зв'язки між нерівноваженістю міжнародних розрахунків і відповідними методами грошово-кредитного, валютного і бюджетного регулювання.

Особливістю теорії нормативного регулювання платіжного балансу (Дж. Вільямсон, Р. Міллер) є обґрунтування державного і міждержавного регулювання платіжного балансу за допомогою антициклічного і антиінфляційного регулювання.

Монетаристські теорії регулювання платіжного балансу розглядають його стан крізь призму кредитно-грошової системи країни. Дисбаланс в грошовому обігу країни приводить до структурних змін у внутрішніх цінах і перешкоджає встановленню балансу між попитом і пропозицією, у зв'язку з чим стабілізація платіжного балансу розглядається як короткостроковий процес, направлений на усунення нерівноваги в грошовій сфері країни.

Теорії міждержавного регулювання платіжного балансу базуються на з'єднанні кейнсіанських, некейнсіанських і монетаристських підходах. Вони були втілені в Бретон-Вудській валютній системі, що передбачає систематичне регулювання платіжного балансу країнами, як з активним, так і з пасивним балансом за рахунок руху капіталів і кредитів, впливу на внутрішній попит і курс національної валюти.

Матеріальною основою регулювання платіжного балансу служать:

- а) державна власність;
- б) зростання частки національного доходу, що перерозподіляється через державний бюджет;
- в) безпосередня участь держави в міжнародних економічних відносинах як експортера капіталів, кредитора, гаранта, позичальника;
- г) регламентація зовнішньоекономічних операцій за допомогою нормативних актів і органів державного контролю.

Існує широкий арсенал методів регулювання платіжного балансу, спрямованих або на стимулювання, або на обмеження зовнішньоекономічних операцій залежно від валютно-економічного стану і стану міжнародних розрахунків країни.

Країнами з *дефіцитним платіжним балансом* звичайно здійснюються наступні заходи з метою стимулювання експорту, стримання імпорту товарів, залучення іноземних капіталів, обмеження вивозу капіталів:

1. Дефляційна політика. Така політика, спрямована на скорочення внутрішнього попиту, включає обмеження бюджетних витрат переважно на цивільні цілі, заморожування цін і заробітної платні. В умовах економічного спаду, за наявності великої армії безробітних і резервів невикористаних виробничих потужностей політика дефляції веде до подальшого падіння виробництва і зайнятості.

2. Девальвація. Зниження курсу національної валюти спрямоване на стимулювання експорту і обмеження імпорту товарів. Проте роль девальвації в регулюванні платіжного балансу залежить від конкретних умов її проведення і супутньої загальноекономічної і фінансової політики.

3. Валютні обмеження. Блокування інвалютної виручки експортерів, ліцензування продажу іноземної валюти імпортерам, зосередження валютних операцій в уповноважених банках спрямовані на усунення дефіциту платіжного балансу шляхом обмеження експорту капіталу і стимулювання його припливу, стримання імпорту товарів.

4. Фінансова і грошово-кредитна політика. Для зменшення дефіциту платіжного балансу використовуються бюджетні субсидії експортерам, протекціоністське підвищення імпортних мит, відміна податку з відсотків, виплачуваних іноземним власникам цінних паперів в цілях припливу капіталу в країну, грошово-кредитна політика, особливо облікова політика.

5. Спеціальні заходи державного впливу на платіжний баланс в ході формування його основних статей – торгового балансу, «невидимих» операцій, руху капіталу [78].

Торговий баланс є важливим об'єктом державного регулювання. Для створення довгострокової зацікавленості експортерів щодо вивезення товарів і освоєння зарубіжних ринків держава надає цільові експортні кредити, страхує їх від економічних і політичних ризиків, вводить пільговий режим амортизації основного капіталу, надає їм інші фінансово-кредитні пільги в обмін на зобов'язання виконувати визначену експортну програму. При пасивному платіжному балансі імпорту регулюється його скороченням і розвитком національного виробництва товарів з метою заміщення імпорту. Практикуються нетарифні обмеження, а також угоди з контрагентами про добровільне обмеження їх експорту.

З метою регулювання платежів і надходжень за «невидимі» операції платіжного балансу вживають наступних заходів:

- обмеження норми вивезення валюти туристами даної країни;
- пряма чи непряма участь держави в створенні туристичної інфраструктури з метою залучення іноземних туристів;
- сприяння будівництву морських суден за рахунок бюджетних коштів для зменшення витрат за статтею «Транспорт»;
- розширення державних витрат на науково-дослідні роботи з метою збільшення надходжень від торгівлі патентами, ліцензіями, науково-технічними знаннями;
- регулювання міграції робочої сили, зокрема обмеження в'їзду іммігрантів для скорочення переказів грошей іноземними робітниками.

Регулювання руху капіталів спрямовано, з одного боку, на заохочення зовнішньоекономічної експансії національних монополій, а з іншого – на врівноваження платіжного балансу стимулюванням припливу іноземних і репатріації національних капіталів. Цій меті підпорядкована діяльність держави як експортера капіталів, яка створює сприятливі умови для приватних іноземних інвестицій і вивезення товарів. Урядові гарантії інвестицій забезпечують страхування комерційного і політичного ризику.

При активному платіжному балансі державне регулювання спрямоване на усунення небажаного надмірного активного сальдо. З цією метою розглянуті вище методи, а також ревальвація валют використовуються для розширення імпорту і обмеження експорту товарів, збільшення експорту капіталів і обмеження імпорту капіталів.

Переважно застосовується компенсаційне регулювання платіжного балансу, засноване на поєднанні двох протилежних комплексів заходів: рестрикційних (кредитні обмеження, зокрема підвищення процентних ставок, стимулювання зростання грошової маси, імпорту товарів тощо) і експансіоністських (стимулювання експорту товарів, послуг, руху капіталів, девальвація тощо).

Формально платіжний баланс врівноважений, адже підсумкові показники основних і балансуєчих статей покривають один одного. Якщо платежі перевищують надходження, за поточними статтями, виникає проблема погашення дефіциту за рахунок балансуєчих статей, які характеризують джерела і методи врегулювання сальдо платіжного балансу. Традиційно для цього використовують іноземні позики і ввезення капіталу. Це тимчасові методи балансування платіжного балансу, оскільки країни-боржники повинні сплачувати відсотки і дивіденди, а також суму позики. МВФ надає резервні (безумовні) кредити для погашення дефіциту платіжного балансу (в розмірі 25% членського внеску країни).

Для погашення дефіциту платіжного балансу промислово розвинені країни мобілізують кошти на світовому ринку капіталів у вигляді консорціальних банківських кредитів і облігаційних позичок. Кінцевим методом балансування платіжного балансу є використання офіційних валютних резервів. Після відміни золотого стандарту використання золота для покриття дефіциту платіжного балансу скоротилося. Головним засобом кінцевого балансування платіжного балансу є резерви конвертованої іноземної валюти. Засобом погашення дефіциту платіжного балансу є також іноземна допомога у формі субсидій і дарів, отримана ціною економічних і політичних поступок.

З середини 70-х років ХХ століття в міжнародній практиці з розвитком тіснішої взаємодії країн почали використовуватися принципи колективного регулювання балансів міжнародних розрахунків. Принципи сучасного міждержавного регулювання платіжного балансу визначають критерії незбалансованості платіжного балансу, методи його вирівнювання і регулювання, санкції у відповідь на порушення міжнародних угод. До засобів міждержавного регулювання платіжних балансів відносяться узгодження умов експортних кредитів; двосторонні урядові кредити, короткострокові взаємні

кредити центральних банків в національних валютах; кредити міжнародних валютно-фінансових організацій, насамперед МВФ.

Таким чином, регулювання платіжного балансу значно ускладнилося, його інструментарій розширився, а застосування придбало систематичний характер у сполученні з іншими формами економічної політики. Програми стабілізації платіжного балансу звичайно сполучаються з заходами щодо оздоровлення економіки, стримування інфляції, скорочення бюджетного дефіциту тощо. Однак задача зменшення дефіциту платіжного балансу нерідко вступає в конфлікт з іншими цілями економічної політики – підтримкою економічного зростання і забезпеченням зайнятості, що вимагають розширення господарської активності, збільшення бюджетних витрат, зниження процентних ставок. Ефективним засобом оздоровлення платіжного балансу є скорочення військових витрат, у тому числі закордонних. Світовий досвід регулювання платіжного балансу свідчить про труднощі одночасного досягнення зовнішньої і внутрішньої рівноваги національної економіки. Це підсилює дві тенденції – партнерство і розбіжності – у взаєминах країн з активним і пасивним платіжним балансом.

### **Контрольні питання до теми 13**

1. З'ясуйте сутність платіжного балансу. Кого відносять до категорії резидентів при складанні платіжного балансу?
2. Охарактеризуйте структуру платіжного балансу.
3. Що означає принцип подвійного запису при складанні платіжного балансу? Які операції відображаються по дебету, а які – по кредиту платіжного балансу?
4. Які статті містить платіжний баланс за методикою МВФ?
5. Охарактеризуйте рахунок поточних операцій.
6. Визначте зміст рахунку операцій з капіталом і фінансових операцій.
7. Охарактеризуйте чинники, що впливають на стан платіжного балансу.
8. Які види сальдо і яким чином розраховуються за даними платіжного балансу?
9. Назвіть види рівноваги платіжного балансу.
10. Поясніть необхідність регулювання платіжного балансу.
11. Визначте заходи, що застосовують країни з дефіцитним платіжним балансом для його врівноваження.

## ПРАКТИЧНІ ЗАВДАННЯ ТА ПРОБЛЕМНІ СИТУАЦІЇ ДО РОЗДІЛУ 3

1. З'ясувати, які міжнародні міжбанківські системи комунікацій використовуються банками для переказу коштів через кореспондентські рахунки. Охарактеризувати систему SWIFT, вивчити порядок здійснення переказу через зазначену систему, визначити її переваги та недоліки. Охарактеризувати альтернативні платіжні системи.

2. Охарактеризувати порядок обігу чеків та векселів в Україні. Визначити, які встановлено обмеження на використання чеків та векселів у розрахунках за зовнішньоекономічними операціями.

3. Визначити, як вплинуть наступні події (за інших рівних умов) на сальдо балансу поточних операцій:

- а) девальвація національної валюти;
- б) підвищення імпортного мита;
- в) зростання світових цін на послуги, що надаються країною;
- г) ревальвація національної валюти;
- д) значне зниження процентних ставок.

Відповідь детально пояснити.

4. В яких статтях платіжного балансу України знайдуть відображення наступні операції:

1) Українська фірма закупила у компанії з Південної Кореї комп'ютерне обладнання.

2) Американська компанія вирішила створити дочірнє підприємство в Україні для використання можливостей зростаючого ринку і розпочала будівництво заводу.

3) Українська компанія експортує сільськогосподарське устаткування в Китай.

4) Українська родина вирішила відвідати родичів у Канаді. Були придбані три авіаквитки канадської компанії.

5) Український студент вирішив протягом року навчатися у Франції. Вартість навчання оплатили його батьки.

6) Лондонський клуб кредиторів здійснив списання частини зовнішнього боргу України.

5. На основі даних офіційної статистики проаналізувати стан балансу поточних операцій в Україні. Визначити, який вид сальдо балансу поточних операцій (додане або від'ємне) формується в країні в останні роки та які основні чинники впливають на розмір та динаміку сальдо.

## **РОЗДІЛ 4. СВІТОВИЙ ФІНАНСОВИЙ РИНОК**

### **ТЕМА 14. МІЖНАРОДНИЙ ФОНДОВИЙ РИНОК**

- 1. Світовий фондовий ринок у сучасній структурі міжнародних фінансових ринків.**
- 2. Теорії портфельного інвестування.**
- 3. Управління міжнародним інвестиційним портфелем.**
- 4. Інфраструктура світового фондового ринку.**

#### **1. Світовий фондовий ринок у сучасній структурі міжнародних фінансових ринків.**

Світовий фондовий ринок (ринок цінних паперів) відрізняється від інших сегментів світового ринку передусім специфікою товару.

*Цінні папери* – товар особливого роду. Він одночасно і титул власності, і боргове зобов'язання, право на одержання доходу та зобов'язання сплачувати дохід. Цінні папери – товар, який, не маючи власної вартості (вартість цінного паперу незначна), може бути проданий за високою ринковою ціною. Останнє пояснюється тим, що цінні папери, маючи свій номінал, показують визначену величину реального капіталу, вкладеного, наприклад, у промислове підприємство. Якщо ринковий попит на цінні папери перевищить пропозицію, то його ціна може перевищити номінал (можлива й зворотна ситуація). Оскільки ринкова ціна цінних паперів може суттєво відхилитися від його номіналу, то вона являє собою «фіктивний капітал».

*Світовий ринок цінних паперів* – регулятор багатьох процесів, які відбуваються у світовій економіці. До них відноситься й процес інвестування капіталу. Останній передбачає, що міграція капіталу забезпечує його приплив до місць необхідного прикладення, одночасно вона веде до відпливу капіталу з тих галузей виробництва, де має місце його надлишок. Ринок цінних паперів обслуговує процес відтворення капіталу.

Залежно від тієї ролі, яку він відіграє в процесі відтворення, розрізняють первинний і вторинний ринки цінних паперів.

*Первинний ринок* – ринок, на якому здійснюються розміщення вперше випущених цінних паперів.

Основними його учасниками є емітенти цінних паперів і інвестори. Саме на первинному ринку здійснюється мобілізація тимчасово вільних грошових коштів та інвестування їх в економіку. Тут відбувається розподіл вільних коштів по галузям і сферам національної економіки. Критерієм цього розміщення в умовах ринкової економіки слугує дохід, який приносять цінні папери. Це означає, що вільні грошові кошти направляються до підприємств, галузей та сфер господарства, які забезпечують максимізацію прибутку.

*Вторинний ринок* – ринок, на якому здійснюється обіг цінних паперів у формі перепродажу раніше випущених, але в інших формах.

Основними учасниками є спекулянти, що переслідують мету отримання прибутку в формі курсової різниці. В результаті на вторинному ринку відбувається постійний перерозподіл власності, який завжди має один напрям – від дрібних власників до великих.

Найбільше розповсюдження на світовому фондовому ринку отримали наступні види цінних паперів: акції, облигації, сертифікати, векселя тощо. Будь-які інвестиції пов'язані з певним ступенем ризику. З найменшим ризиком пов'язані інвестиції в цінні папери з фіксованим відсотком. Існує реальний ризик знецінення вартості як капіталу, так і прибутку під впливом інфляції. Існує ряд надзвичайно ризикованих видів інвестицій. Деякі види інвестування можуть призводити до теоретично необмежених зворотних ефектів. Бурхливий розвиток фінансового ринку призвів до появи нових фінансових інструментів – деривативів – похідних цінних паперів. До числа основних похідних цінних паперів відносяться опціони та ф'ючерси на товари, цінні папери, валюту, свопи на валюту, форвардні контракти. На відміну від класичних видів цінних паперів (акцій, облигацій тощо), призначених для залучення довгострокових капіталів, деривативи проявилися як засіб страхування від цінових ризиків.

Ризик операцій з цінними паперами може бути пов'язаний з загальними причинами або факторами, специфічними для окремого виду цінних паперів. Усі інвестиції тією чи іншою мірою піддаються впливу змін політичного та економічного клімату, в наслідок яких завжди існує ризик того, що інвестор не зможе повернути вкладений капітал без втрат. Факторами ризику для інвестицій є також інфляція. Падіння курсу валюти може вплинути як на прибуток, так і на капітал. Інвестиції вільних коштів та інші інвестиції, не пов'язані з цінними паперами, особливо сприйнятливі до зниження курсу, хоча високі доходи за ним і можуть слугувати певною компенсацією. Інвестори вкладають кошти в цінні папери в надії, що зростання дивідендів і ціни акцій компенсують певне зменшення покупної спроможності їх капіталу, по тим самим причинами привабливими для інвесторів є матеріальні активи на зразок нерухомості та золота. На успішність діяльності окремої компанії впливають не тільки загальні економічні фактори, але й специфічні причини, такі як вид продукції або послуг, що виробляється нею, конкурентоздатність в рамках галузі й фактори керування. Нерідко ціна акцій окремих компаній зростає і падає, в той час коли на ринку панує зворотна тенденція. В інших випадках ситуація в цілому секторі протилежна становищу в інших сферах ринку. Такі фактори визначають комерційний ризик.

В умовах глобалізації світового фінансового ринку фондовий ринок займає провідне місце серед основних його сегментів. Розвиток фондових інструментів має безпосередній вплив на ефективність функціонування реального сектору економіки, оскільки зростання на фондовому ринку формує додаткові можливості розширення інвестиційної активності за допомогою застосування емісійного механізму. Зростання курсової вартості акцій створює для останніх додаткові можливості залучення банківського позичкового капіталу, залучення якого також сприяє розширеному відтворенню.



Останні десятиліття ХХ століття та початок ХХІ століття характеризувалися значним розширенням фондових ринків. Зростання капіталізації на світовому ринку акцій відбувалося передусім за рахунок двох факторів: зростанні курсової вартості та збільшення загальної кількості компаній, які випускали акції для продажу. На розвинутих ринках кількість компаній, які мають лістинг на організованому ринку та беруться до уваги під час розрахунку капіталізації, є величиною досить стабільною: в динаміці вона зростає, але досить помірними темпами. Таким чином, зростання капіталізації за останні роки пов'язано в основному зі зростанням курсової вартості акцій.

Провідні позиції на світовому ринку акцій займають високорозвинені країни – США, Японія, країни Євросоюзу. Акціонерний капітал найбільш розвинений в країнах, які успадкували англійські норми права. Капіталізація ринку акцій розвинутих країн світу по відношенню до світового ВВП досягає 70%, а по відношенню до ВВП, виробленого розвинутими країнами, перевищує 100%.

У провідних країнах континентальної Європи частка курсової вартості акцій у ВВП є істотно нижчою порівняно з аналогічним показником у Великобританії та США. Це пов'язано з тим, що випуск акцій відіграє тут значно меншу роль у забезпеченні промислових підприємств фінансовими ресурсами. У Європі важливішу роль у забезпеченні промислових підприємств довгостроковим капіталом традиційно відіграють банки, які надають довгострокові позики. У той час як американські компанії більшою мірою віддають перевагу такому механізму фінансування, як випуск акцій.

Висока частка розвинутих країн на світовому фондовому ринку призвела до того, що світові пропорції визначаються пропорціями фондового ринку цієї групи країн за домінування США. Динаміка котирування цінних паперів на американському ринку значно впливає на курси цінних паперів на інших ринках. Інтенсивний розвиток ринку акцій базується на лібералізації національних фінансових ринків. Причиною цього стало зростання конкуренції між національними фондовими ринками розвинених країн при залученні до лістингу іноземних акцій; початок інтеграції національних ринків акцій; консолідація інституцій ринку; зміна технологій торгівлі цінними паперами; розвиток технологічної взаємодії національних фондових ринків розвинутих країн.

Незважаючи на те, що частка розвинутих ринків у сукупній капіталізації є домінуючою, поступово збільшуються обсяги фондових ринків у країнах, що розвиваються. Серед країн, де фондові ринки тільки розвиваються, найбільшу частину у регіональному ринку акцій займають азійські країни. В економіці азійських країн ринок акцій відіграє важливу роль, оскільки співвідношення розміру його капіталізації до ВВП становить 70%.

Емісія цінних паперів стає для суб'єктів міжнародних відносин головним засобом залучення зовнішніх фінансових ресурсів. Так, на зовнішні взаємодії, які залучаються за допомогою емісії цінних паперів, припадає до 80%. Країни з ринками, що формуються, у фінансуванні економіки більше спираються на банківський кредит, ніж на ринки цінних паперів.

Темпи економічного зростання на рівні окремих країн та цілих регіонів сьогодні надзвичайно нерівномірні. І це дозволяє вкладникам більш ефективно використовувати можливості інвестування, тобто вилучати сталі доходи з різних об'єктів капіталовкладень.

Стрімкий розвиток міжнародних економічних відносин та інтеграція окремих країн сприяли об'єднанню фондових ринків. Тому інвестування в міжнародні цінні папери використовується для підвищення якості оборотності фондового портфелю у будь-якій країні світу. Основними функціями світового фондового ринку є:

- інвестиційна функція, тобто утворення та розподіл інвестиційних фондів, необхідних для розширення відтворення та технічного прогресу;
- переділ власності за допомогою використання пакетів цінних паперів (передусім, акцій);
- перерозподіл ризиків (хеджування) шляхом купівлі-продажу фіктивного капіталу, за допомогою «протилежних» угод, учасники яких по черзі беруть ризик на себе;
- підвищення ліквідності боргу, в тому числі державного, покриття його за допомогою цінних паперів.

Процеси глобалізації фондового ринку впливають на практику формування міжнародного інвестиційного портфелю. Інтеграція окремих країн сприяла об'єднанню фондових ринків. На глобальний процес інтеграції також впливає світовий фінансовий ринок. За останні двадцять років сумарна цінність фінансових активів провідних країн світу в глобальній економіці зросла майже втричі швидше їх сумарного ВВП, а обсяг коштів, які залучалися з світового фінансового ринку в формі цінних паперів та інших фінансових документів за останнє десятиліття збільшився більше ніж вдвічі. Основний одержувач фінансових ресурсів – промислово розвинені країни. За експертними оцінками, в країни Організації економічного співробітництва і розвитку (ОЕСР) надходить близько 86% ресурсів світового ринку капіталів. Найзначущі позичальники – це США, Японія та Німеччина, на частку яких припадає 50% позичених ресурсів.

## **2. Теорії портфельного інвестування.**

Особливістю фінансової глобалізації є посилення ролі фондового ринку, оскільки зростає його капіталізація та обіг, розширюються можливості пропозиції ресурсів. Якщо зростання капіталізації та обігу пов'язане, в першу чергу, з інтенсифікацією міжнародних економічних відносин, посиленням транснаціонального характеру економічної діяльності, то розширення можливостей ринку фінансових ресурсів базується на особливостях фінансових інструментів, які знаходяться в обігу в цьому сегменті ринку.

У сучасних умовах глобальний фінансовий ринок дозволяє хеджувати ризики, підбирати найвигідніші варіанти інвестування з оптимальним співвідношенням прибутковості/ризик. На розвиток міжнародного інвестування в умовах розвитку глобалізаційних процесів впливають наступні фактори:

1) Загальноєволюційні фактори (рівень розвитку міжнародних економічних відносин, в тому числі валютно-фінансових; характер процесів інтернаціоналізації та транснаціоналізації; особливості еволюції світового ринку тощо).

2) Політико-правові фактори (характер політичних систем, рівень і характер регулювання інвестиційної діяльності на національному, міжнародному та наднаціональному рівнях тощо).

3) Ресурсно-економічні фактори (територіальне розташування об'єкту інвестування, наявність сировинних ресурсів, рівень розвитку трудових ресурсів й інтелектуального капіталу тощо).

4) Мега- і макроекономічні фактори (характер економічного зростання світового господарства (національної економіки), рівень загальноєкономічних пропорцій (споживання і зберігання, споживання і виробництва тощо); рівень норми чистого прибутку, характер розвитку інфляційних тенденцій у світі (в країні); ставка відсотку позики, характер конвертованості валют тощо).

В умовах глобального економічного середовища активізується спільна підприємницька діяльність з широким залученням в країну іноземного капіталу, формуються транснаціональні виробничо-фінансові комплекси.

Основу підприємницького капіталу як форми міжнародного руху капіталу складають прямі та портфельні іноземні (або закордонні) інвестиції. Бажання інвесторів – отримання прибутків в максимально короткий термін – потягло за собою розвиток портфельного інвестування. Портфельні інвестиції є більш ліквідними, ніж прямі, а відповідно портфельний інвестор намагається максимізувати прибуток при допустимому рівні ризику. Мотивація міжнародних портфельних інвестицій відповідає мотивації прямого інвестування. Вкладання капіталу у вигляді прямих інвестицій забезпечує контроль інвестора над об'єктом інвестування й зумовлені, як правило, довгостроковим економічним інтересом. Портфельні інвестиції передбачають вкладання капіталу в цінні папери з метою отримання доходу (дивідендів чи купонних платежів), вони не забезпечують реального контролю інвестора над об'єктом інвестування, тобто портфельне інвестування має суто фінансовий характер. На відміну від прямих іноземних інвестицій, портфельні вкладення не дають інвестору права реального контролю над об'єктом інвестування. Крім того, особливістю портфельних інвестицій є їх певна короткотривалість, що пов'язано передусім з метою інвестування відповідно до принципів управління інвестиційним портфелем. На відміну від прямих інвестицій, портфельні забезпечують більшу ліквідність капіталу інвестора, що перетворює фондові активи на інструмент отримання спекулятивного доходу.

Однією із необхідних умов ефективного функціонування ринкової економіки є мобільність факторів виробництва, їх здатність переміщуватися з галузі в галузь. У сучасній світовій фінансовій системі бурхливими темпами розвивається портфельне інвестування. Портфельне інвестування відноситься до найважливішого джерела залучення іноземного капіталу до національного господарства (поряд з прямим інвестуванням і залученням міжнародних кредитів).

**Міжнародні портфельні інвестиції** – вкладення капіталу у закордонні цінні папери з метою отримання прибутку.

Об'єктами портфельного інвестування виступають різні цінні папери: акції, облігації, похідні види цінних паперів:

- акціонерні цінні папери – грошовий документ, що обертається на ринку і засвідчує майнове право інвестора щодо особи, яка випустила цей документ;

- боргові цінні папери – грошовий документ, який обертається на ринку і засвідчує відносини позики власника документа щодо особи, яка випустила цей документ. Боргові цінні папери можуть мати форму: облігацій, векселів, боргових розписок.

- інструменти грошового ринку – грошові інструменти, що дають утримувачу безумовне право на гарантований фіксований грошовий дохід. Грошові інструменти продаються на ринку зі знижкою, розмір якої залежить від розміру відсоткової ставки та часу, який надається для погашення. До них належать казначейські векселі, депозитні сертифікати, банківські акцепти тощо;

- фінансові деривативи – похідні грошові інструменти, що мають ринкову ціну і засвідчують право утримувача на купівлю або продаж первісних цінних паперів (опціони, ф'ючерси, варанти, свопи).

Сучасне фінансове інвестування пов'язане з формуванням інвестиційного портфелю, оскільки для здійснення інвестицій, як правило, використовується декілька фінансових інструментів, тобто їх сукупність.

**Інвестиційний портфель** – сукупність цінних паперів, збалансованих за ступенем ризику, прибутковості й ліквідності та інших інвестиційних якостей.

Інвестиційний портфель є, з одного боку, цілісним об'єктом управління, Незважаючи на різноманіття його складових. З іншого боку, інвестиційний портфель включає декілька відносно самостійних портфелів, які відрізняються видами об'єктів інвестування й методами управління ними:

- портфель реальних інвестиційних проектів;
- портфель фінансових інвестицій у цінні папери (так звані портфельні інвестиції);

- портфель інших фінансових інвестицій (банківські депозити, депозитні сертифікати тощо);

- інвестиції в оборотні кошти підприємства.

Обсяги цінних паперів в інвестиційному портфелі бувають різними. Залежно від складу портфелю він може приносити прибуток або збитки та володіє тим чи іншим ступенем ризику. Перелік та обсяги цінних паперів, що входять до портфелю, називають структурою портфелю, яка розглядається як сукупність характеристик, якими може управляти інвестор: змінювати склад цінних паперів, які входять до портфелю та їх обсяги. Як правило, інвестор формує портфель цінних паперів, який забезпечує стійкість доходів за будь-яких комбінацій дивідендів та ринкових цін; інвестор прагне створити збалансований портфель, при якому досягається бажане поєднання безпеки,

прибутковості росту капіталу і ліквідності. Склад портфелю цінних паперів залежить від мети інвестора і характеру представлених у ньому цінних паперів.

Центральною проблемою в теорії портфельного інвестування є вибір оптимального портфелю, тобто визначення набору активів з найбільшим рівнем прибутковості при найменшому або заданому рівні інвестиційного ризику. Наявність добре розроблених методів оптимізації і розвиток обчислювальної техніки дозволили на практиці реалізувати сучасні методи побудови інвестиційних портфелів з багатьма десятками, а то й тисячами активів. Найвідомішими теоріями портфельного інвестування є: модель оптимального портфелю інвестицій Марковиця, модель оцінки капітальних активів, теорія Дж. Кейнса про граничну ефективність інвестування, теорія Д. Тобіна тощо.

Початком сучасної теорії інвестицій можна назвати появу у 1952 році статті Г. Марковиця «Вибір портфеля». У цій статті вперше була запропонована математична модель формування оптимального портфелю цінних паперів, і були наведені методи побудови таких портфелів за певних умов. Саме він першим привернув увагу до загальноприйнятої практики диверсифікації портфелів і показав, як інвестори можуть зменшити стандартне відхилення доходності портфелю, обираючи акції, ціни на які змінюються по-різному.

Модель оптимального портфелю Марковиця засновується на таких умовах:

по-перше, інвестори прагнуть максимізувати свої прибутки при певному рівні ризику;

по-друге, портфель інвестора формують всі його активи та зобов'язання;

по-третє, інвестори прагнуть уникнути ризику, тому з двох активів з однаковою дохідністю віддадуть перевагу тому, в якого менше ризикованість;

по-четверте, ризик розглядається як невизначеність майбутнього результату (доходності).

Фундаментальним висновком теорії Г. Марковиця є те, що диверсифікація активів зменшує ризик портфелю. Подальший розвиток теорії портфельного інвестування пов'язаний з роботами Д. Тобіна. Спочатку модель Марковиця стосувалася в основному портфелю акцій, тобто ризикових активів. Д. Тобін запропонував включити до аналізу також безризикові активи, наприклад, державні облігації. Його підхід є по суті макроекономічним, оскільки основним об'єктом його вивчення є розподіл сукупного капіталу в економіці за двома його формами: готівковою (грошовою) та безготівковою (у вигляді цінних паперів). Тобін проаналізував фактори, які змушують інвесторів формувати портфелі активів, а не тримати капітал у якийсь одній, наприклад, готівково-грошовій формі.

У першій половині 60-х років ХХ ст. з'являються роботи, які відкрили новий етап у інвестиційній теорії, пов'язаний з так званою моделлю оцінки капітальних активів, або САРМ (Capital Asset Price Model). Так, учнем Г. Марковиця У. Шарпом була запропонована так звана однофакторна модель ринку капіталів, згідно з якою Шарп запропонував спрощений метод вибору оптимального портфелю, що зробило таким, який можна застосовувати на практиці методи портфельної оптимізації. До 70-х років розвиток

програмування привів до появи перших пакетів програм для вирішення задач управління портфелем цінних паперів. Однофакторна модель Шарпа стала основою моделі оцінки капітальних активів.

Сьогодні модель Марковиця використовується в основному на першому етапі формування портфелю активів при розподілі капіталу, який інвестується, за різними типами активів: акціями, облігаціями, нерухомістю тощо. Однофакторна модель Шарпа використовується на другому етапі, коли капітал, що інвестується в певний сегмент ринку активів, розподіляється між окремими конкретними активами, які становлять обраний сегмент (тобто по конкретним акціям, облігаціям тощо).

З інвестиційною теорією і теорією фінансового менеджменту пов'язаний ще один цикл досліджень з так званої теорії корпоративного ринку. Ця теорія присвячена проблемі «адекватності» ринкових цін фінансових активів. Оскільки ринкові ціни в цілому відображають практично всю доступну інвесторам інформацію, то в такому випадку коливання ринкових цін мають бути чисто випадковими, жоден інвестор не здатен передбачати майбутні ціни ринку. Гіпотеза ефективного ринку і пов'язана з нею модель «випадкового блукання» ринкових цін активів стимулювали застосування динамічних теоретико-ймовірнісних моделей, заснованих на теорії випадкових процесів.

Таким чином, можна сформулювати наступні основні постулати, на яких побудована класична портфельна теорія:

1. Ринок складається з кінцевого числа активів, прибутки яких для поданого періоду вважаються випадковими величинами.

2. Інвестор у змозі, наприклад, виходячи зі статистичних даних, отримати оцінку очікуваних (середніх) значень прибутків та ступенів можливості диверсифікації ризику.

3. Інвестор може формувати будь-які допустимі (для даної моделі) портфелі. Прибутки портфелів є також випадковими величинами.

4. Порівняння портфелів, які обираються, засновано тільки на двох критеріях – середній прибутковості та ризику.

5. Інвестор не схильний до ризику у тому сенсі, що з двох портфелів з однаковою прибутковістю він обов'язково надасть перевагу портфелю з меншим ризиком.

На практиці суворе слідування цим положенням є доволі проблематичним. Проте оцінка портфельної теорії повинна базуватися не тільки на ступені адекватності вихідних припущень, але й на успішності рішення з її допомогою задач управління інвестиціями. В останнє десятиліття використання портфельної теорії значно розширилось. Все більша кількість інвестиційних менеджерів, які керують інвестиційними фондами, застосовують її методи на практиці, і хоча вона має немало противників, її вплив постійно зростає не тільки в академічних колах, але й на практиці. Присудження Нобелівських премій з економіки її творцям і розробникам є свідченням цього.

### 3. Управління міжнародним інвестиційним портфелем.

Міжнародна портфельна інвестиційна діяльність охоплює широке коло операцій з цінними паперами, а саме:

- купівлю-продаж цінних паперів (як за власні кошти, так і за довіреністю),
- здійснення розрахунків за цінними паперами,
- посередництво в організації випуску та первинному розміщенні цінних паперів,
- обслуговування операцій з цінними паперами (введення реєстрів цінних паперів, зберігання, пересилка, розміщення під заставу, погашення, виплата дивідендів чи купонних платежів, консультування тощо),
- управління портфелем цінних паперів.

Принциповою відмінністю цінних паперів, що обертаються на міжнародному ринку, є те, що вони емітуються на євrorинку, тобто поза юрисдикцією законодавства конкретної країни. Одразу ж після емісії дані папери стають доступними інвесторам різних країн. Виходячи з цього, можна виділити декілька напрямків формування інвестиційного портфелю, в тому числі й міжнародного.

Портфель інвестицій може бути сформований виключно з цінних паперів національних емітентів (перший напрямок). Використання цього напрямку надає інвестору можливість отримати більшу інформацію про особливості розвитку національного ринку, основні макроекономічні показники, діяльність національних емітентів. При цьому повністю відсутній валютний ризик і немає додаткових витрат, пов'язаних з інвестуванням за кордоном.

Однак формування інвестиційного портфелю з використання цінних паперів тільки національних емітентів виключає використання можливостей світового ринку капіталу, відповідно, звужуються джерела прибутку інвестора за рахунок зовнішніх ринків.

Всі ці недоліки долає використання другого напрямку формування портфелю інвестицій. Використовуючи більш доходні чи менш ризикові цінні папери іноземних емітентів, інвестор з вигодою для себе може використовувати зміни кон'юнктури світового ринку капіталу, і, відповідно, диверсифікувати джерела прибутку за рахунок зовнішніх ринків. Серед недоліків цього напрямку формування портфелю можна виділити певну обмеженість інформації про діяльність емітентів, існує ймовірність негативного впливу валютного ризику, також інвестування за кордоном пов'язано з додатковими витратами.

Третій напрямок формування портфелю інвестицій базується на використанні цінних паперів, які обертаються на національному фондовому ринку та деноміновані в іноземній валюті. Серед переваг його застосування слід особливо підкреслити можливість отримання додаткового доходу за рахунок зростання курсу національної валюти. Крім того, диверсифікація портфелю зменшує загальний ризик при падінні курсу національної валюти або цінних паперів, проте існує ймовірність негативного впливу валютного ризику.

Четвертий напрямок формування портфелю фінансових інвестицій пов'язаний з використанням цінних паперів, які обертаються на міжнародному ринку та євроринку. Застосування цього напрямку дозволяє використовувати можливості світового ринку капіталу (інвестування у більш доходні або менш ризикові цінні папери), при цьому зберігається обмежений вплив державного регулювання фондових операцій. Диверсифікація портфелю зменшує загальний ризик при падінні курсу однієї з валют чи цінних паперів, однак посилюється мультивалютний аспект валютного ризику.

Незважаючи на різноманітні напрямки формування портфелю інвестицій можна визначити базові принципи формування портфелів міжнародних інвестицій:

- безпека основного капіталу (захист покупної спроможності фондів); В умовах міжнародної інвестиційної діяльності ризик зниження покупної спроможності фондів буде визначатися ризиком інфляції і валютним ризиком.
- стабільність прибутку, що дозволяє інвестору забезпечити якісне планування міжнародних інвестицій;
- приріст капіталу, який можна забезпечити, по-перше, за рахунок реінвестування прибутків, а по-друге, – за рахунок придбання акцій міжнародних компаній, що активно розвиваються;
- ліквідність портфелю в цілому та його складових. Реалізація цього принципу дозволяє ефективно реалізувати цінову стратегію;
- диверсифікація активів, що забезпечує зниження ризик втрат капіталу та доходу.

Залежно від мети інвестора можна виділити наступні *види інвестиційних портфелів*:

1. Агресивний портфель. Мета такого виду портфелю – доходність та різке зростання вкладень. Щодо сукупності цінних паперів, які активно купують та продають, існує пропозиція, яка швидко зростає (активні акції, акції росту тощо). Цей вид є найбільш ризиковим й одночасно прибутковим. До його складу входять здебільшого акції, які мають яскраво виражений спекулятивний характер, курсова вартість яких схильна до різких коливань, ф'ючерсні та опціонні контракти на цінні папери та інші різновиди термінових угод.

2. Помірно агресивний портфель. Поєднання безпеки вкладень та забезпечення мінімального рівня прибутковості, який визначається ставкою рефінансування, допустимого рівня ризику й інфляційних тенденцій у країні. Формуючи такий портфель, інвестор намагається поєднати різноспрямовані цілі інвестування. У цьому випадку портфель складається з державних цінних паперів, облігацій приватних осіб, які гарантують повернення вкладень коштів плюс нараховані відсотки після закінчення терміну їх обігу та які надають власникам право задоволення майнових претензій у першочерговому порядку.

3. Консервативний портфель. Мета такого виду портфелю – безпека вкладень та мінімальний ризик. Він має менш прибуткові, але більш надійні, менш ризикові цінні папери, такі як державні цінні папери (облігації державної внутрішньої позики, муніципальні облігації та інші види боргових зобов'язань). Акції компаній можуть також бути представлені в даному типі портфелю, якщо



метою інвестування є вкладення коштів на довгий строк чи можливість участі в управлінні даним акціонерним товариством.

4. Урівноважений (збалансований) портфель. При формуванні даного типу портфелю досягається компроміс між усіма цілями інвестування: надійністю, прибутковістю, ліквідністю. У збалансованому портфелі можуть бути представлені всі види цінних паперів.

Залежно від мети формування портфелю виділяють наступні *види портфелів*:

Портфелі росту. Метою такого типу портфелю є зростання капіталу переважно не за рахунок отримання дивідендів і відсотків, а за рахунок росту курсу цінних паперів. По-іншому такий портфель називають курсовим портфелем. Основні вкладення здійснюються переважно в акції. В роботах деяких учених цей вид інвестиційних портфелів має також типи. Залежно від співвідношення очікуваного зростання капіталу та ризику можна виділити серед портфелів зростання ще й типи портфелів: агресивного, консервативного та середнього зростання. Портфелі агресивного росту орієнтуються на максимальний приріст капіталу. Цей портфель складається з акцій молодих компаній, що швидко збільшуються. Він пов'язаний з великим ризиком, але за сприятливого розвитку підприємств-емітентів може принести високий прибуток. Портфель консервативного росту вміщує в основному акції великих, добре відомих і стабільних компаній. Ризик такого портфелю невеликий. Портфель середнього росту має одночасно інвестиційні властивості агресивного та консервативного портфелів. До його складу входять акції як надійних підприємств, так і молодих підприємств, що зростають. Такий портфель має досить високу прибутковість та середній ступінь ризику, при цьому доходність портфелю забезпечується агресивними акціями, а помірний ступінь ризику – оборонними.

Портфелі прибутку. Метою цього типу портфелів є отримання доходу за рахунок дивідендів та відсотків. Цей вид портфелю забезпечує заздалегідь спланований рівень доходу за майже нульового ризику. Об'єктами інвестування цього виду портфелів виступають високонадійні цінні папери. По-іншому портфель називають дивідендним. Залежно від фондкових інструментів, що входять до нього, можна виділити наступні типи портфелів: конвертовані, грошового ринку, облігацій. Конвертовані портфелі складаються з конвертованих привілейованих акцій і облігацій. Такий портфель може принести додатковий прибуток за рахунок обміну цінних паперів, які складають портфель, на звичайні акції, якщо цьому сприяє ринкова кон'юнктура. В іншому випадку портфель забезпечує прибуток при мінімальному ризикі. Портфелі грошового ринку мають за мету повне збереження капіталу. До їх складу входять готівка та активи, що швидко реалізуються. Якщо курс національної валюти має тенденцію до зниження, то вона може бути конвертована в іноземну валюту. Таким чином, вкладений капітал зростає при нульовому ризикі. Портфелі облігацій формуються за рахунок облігацій та приносять середній прибуток при майже нульовому ризикі.

Для портфелів зростання властива швидка зміна їх структури залежно від зміни курсів цінних паперів, що входять до портфелю. Портфелі прибутку мають майже постійний склад і структуру.

Портфелі ризикованого капіталу – портфелі, що складаються з цінних паперів агресивного типу.

Спеціалізовані портфелі. Цінні папери поєднані не за цільовим, а за окремим критерієм (портфелі іноземних цінних паперів, територіальні чи галузеві портфелі, портфелі короткотермінових фондів).

Перераховані види і типи портфелів представляють спектр можливих портфелів, але на практиці інвестори часто формують портфелі змішаного типу, наприклад, портфелі росту і прибутку. Також прийнято виділяти портфелі державних цінних паперів. Очевидно, що ці види паперів відносяться до портфелю облігацій. Можуть бути сформовані корпоративні портфелі з цінних паперів емітентів у конкретних галузях промисловості, наприклад, транспортній, що включають акції підприємств та здійснюють авіа-, залізничні, морські перевезення.

Залежно від часу «життя» портфелю можна виділити строкові та безстрокові портфелі. Інвестор, який формує строковий портфель, прагне отримати дохід в рамках наперед встановленого тимчасового періоду. У разі формування безстрокового портфеля тимчасові обмеження не встановлюються. Введення параметра строковості примушує інвестора вибирати цілком певний вид цінних паперів. Вид і структура інвестиційного портфеля істотно залежать від системи цілей інвестиційної стратегії підприємства.

Прибутковість портфеля і ступінь ризику вкладень в нього є цільовими характеристиками портфеля. При портфельному інвестуванні інвестор може змінювати структуру портфеля, щоб отримати найбільш сприятливі значення цільових характеристик. Таким чином, можна розвинути уявлення про фондовий портфель як сукупність цінних паперів, зібраних інвестором воедино, керованих як єдине ціле для досягнення певної мети.

Формування інвестиційного портфеля в загальному вигляді здійснюється у декілька етапів. Перший етап: визначення цілей створення портфеля і пріоритетів інвестора, рівнів ризику, мінімального прибутку, допустимих для інвестора відхилень від очікуваного прибутку. Як правило, до пріоритетів інвестора слід відносити: збереження і приріст капіталу; отримання більшого доходу; доступ (шляхом придбання цінних паперів) до дефіцитної продукції, послуг, можлива їх реалізація і розподіл; доступ до власності. Другий етап: вибір типу портфеля і визначення його характеру. Третій етап: оцінка ступеня портфельного інвестиційного ризику. Четвертий етап: моделювання структури портфеля.

Вибір цінних паперів для портфельного інвестування залежить від цілей інвестора і його відношення до ризику. Для всіх інвесторів (приватних і інституційних) прийнято виділяти три типи цілей інвестування і пов'язаного з ним відношення до ризику.

1. Інвестор прагне захистити свої кошти від інфляції; для досягнення мети він віддає перевагу вкладенням з невисокою прибутковістю, але і з низьким

ризиком. Цей тип інвестора називають консервативним. До такого типу відноситься переважна кількість приватних інвесторів.

2. Інвестор намагається здійснити тривале вкладення капіталу, що забезпечує його зростання. Для досягнення цієї мети він готовий піти на ризиковані вкладення, але в обмеженому обсязі, підстраховуючи себе вкладеннями в слабоприбуткові, але і малоризиковані цінні папери. Такий тип інвестора називають помірно-агресивним. Інвестор прагне до швидкого зростання вкладених коштів, готовий для цього робити вкладення в ризиковані цінні папери, швидко міняти структуру свого портфеля, проводячи спекулятивну гру на курсах цінних паперів. Цей тип інвестора прийнято називати агресивним.

При складанні портфеля інвестор повинен враховувати наступні чинники: ступінь ризику-прибутковості, термін вкладення, тип цінного паперу. Формуючи свій портфель, інвестор повинен мати деякий механізм відбору для включення до портфелю тих або інших видів цінних паперів, тобто уміти оцінювати їх інвестиційні якості за допомогою методів фундаментального і технічного аналізу. Основним завданням методів є виявлення серед великої кількості цінних паперів тієї їх сукупності, в яку можна інвестувати кошти, не піддаючи свої вкладення високому ризику. На практиці існує стійка залежність між ризиком і прибутковістю вкладень: чим вище прибутковість, тим вище ризик.

За ступенем ризику найменше ризикованими (безризикованими) є вкладення коштів в грошову форму. Разом з тим ці вкладення і найменше прибуткові. Наступними за ступенем ризику виступають державні цінні папери, далі банківські і корпоративні облігації, а за ними – акції. Серед безлічі банківських і корпоративних акцій можна виділити багато градацій цінних паперів за ступенем ризику: від слаборизикованих з низьким доходом до високоризикованих з високим доходом. Акції банків і корпорацій привабливі для інвестора тим, що можуть забезпечити зростання доходу від вкладених засобів як за рахунок виплати дивідендів, так і за рахунок зростання їх курсової вартості.

Залежно від співвідношення ризикованості і прибутковості виділяють агресивні й оборонні акції. До агресивних відносяться акції підприємств, що розвиваються, які проводять ризиковану політику. Їх курсова вартість може зрости у декілька разів. Вкладення коштів в ці папери виправдано, коли інвестор бажає отримати високий прибуток за короткий час і свідомо ради цього ризикує. Оборонні акції включають банківські і корпоративні акції емітентів, які добре зарекомендували себе на фондовому ринку, відрізняються стабільністю, здатністю вистояти при несприятливій економічній кон'юктурі, діяльність яких має достатньо довгу історію. Такі акції мають стійкий курс і регулярну виплату дивідендів, тому привабливі для інвесторів, які прагнуть до невеликих, але надійних доходів.

#### **4. Інфраструктура світового фондового ринку.**

Систему фінансових посередників, що склалася за час існування фондового ринку, характеризує інфраструктура фондового ринку. Поява і розвиток

фінансових посередників викликана наступними причинами. Кількість і різноманітність фінансових інструментів, пропонувані світовим фондовим ринком на сучасному етапі його розвитку, неухильно зростає, велика кількість чинників, що впливають на зміну їх «споживчої вартості», призводять до того, що індивідуальний інвестор часто не має можливості і/або бажання оцінити всю сукупність ризиків, пов'язаних з інвестуванням в конкретні фінансові інструменти. Процес делегування повноважень і відповідальності за ухвалення інвестиційного рішення веде до формування системи фінансового посередництва. Інститути фінансової інфраструктури забезпечують аналіз всієї сукупності інвестиційних ризиків, або якого-небудь окремого їх класу; ухвалення відповідних інвестиційних рішень; надання інформації, необхідної для ухвалення таких рішень; страхування інвестора від того або іншого виду ризиків.

Здійснення операцій з цінними паперами вимагає відповідної інфраструктури. З погляду класифікації галузей народного господарства фінансову інфраструктуру можна віднести до сегменту сфери нематеріального виробництва (або, в термінах західної економічної класифікації, сфери послуг), основна мета діяльності якого полягає в мінімізації інвестиційних ризиків. У найбільш загальному вигляді інвестиційний ризик можна визначити як можливість повної або часткової втрати капіталу, що інвестується, унаслідок будь-яких причин. Стикаючись з ризиками, властивими фінансовому ринку, інвестор усвідомлює потребу в створенні системи професійних учасників фондового ринку, що беруть на себе відповідальність за мінімізацію цих ризиків і захист інтересів інвестора.

Першим завданням (отже, і ризиком) інвестора в процесі придбання цінних паперів є вибір конкретного інструменту або класу інструментів, тобто ухвалення інвестиційного рішення. У розвинених країнах склалася могутня і високоспеціалізована система фінансових посередників, що беруть на себе рішення цієї задачі. Це інвестиційні фонди різної правової форми, географічної, галузевої або іншої інвестиційної спрямованості, довірчі керівники. За рядом ознак до даної групи можуть бути також віднесені недержавні пенсійні фонди і страхові компанії, які фактично беруть на себе завдання інвестування коштів, що акумулюються інвесторами для певної мети. Дана група учасників ринку, відповідно до міжнародної практики, називається інституціональними (або колективними) інвесторами. Ухвалюючи інвестиційні рішення в наперед обумовлених інвестором рамках, інституційні інвестори тим самим страхують інвестора від ризику ухвалення невірного інвестиційного рішення.

Функція торгових агентів полягає в здійсненні операцій на фондовому ринку від свого імені, але за рахунок інвесторів. Найбільш поширеним представником даної групи є брокерські компанії. Брокери, як правило, беруть на себе як ризик визначення оптимальної ціни операції, так і ризик контрагента, надаючи інвесторові оцінювати і мінімізувати ризики фінансової стійкості самого брокера, професіоналізм його трейдерів і надійність систем управління ризиками на контрагентів.

Допоміжну по відношенню до брокерських компаній і організаторів торгівлі роль відіграють фореक्सні агенти і хеджери. Їх функції полягають, відповідно, в

звільненні інвестора від валютного ризику і ризику зміни вартості фінансового інструменту. Причина їх віднесення до групи торгових агентів полягає в тому, що, якщо розглядати придбання іноземної валюти або похідного інструменту як відносно самостійну інвестиційну операцію, ризики, які елімінуються даними посередниками, перетворюються на стандартні торгові ризики визначення ринкової ціни і вибору контрагента. Роль форексних агентів (як, втім, і хеджерів) на більшості ринків (в т.ч. і на російському) грають великі банки.

Платіжні агенти (як правило, банки) беруть на себе функцію точного і своєчасного переказу грошових коштів інвестора на рахунок контрагента за угодою або перерахування інвесторові доходів за його цінними паперами. В останньому випадку платіжний агент також побічно бере участь в управлінні поточним ризиком дотримання прав інвестора.

До фінансових посередників відносяться також і облікові агенти – депозитарії і реєстродержці (реєстратори). Крім функції забезпечення постачання цінних паперів при виконанні угоди, депозитарії і реєстратори забезпечують збереження цінних паперів протягом всього періоду їх знаходження у власності інвестора, а також відстежують і реально забезпечують дотримання прав інвестора, що засвідчуються його цінними паперами (право участі в управлінні підприємством, отримання відсотків або дивідендів, інформації про діяльність, фінансове положення і склад акціонерів емітента тощо). Виконання таких функцій призводить до висунення обліковим агентам виключно високих вимог щодо фінансової стійкості і надійності використовуваних ними технологій.

Завданням клірингових організацій є мінімізація всієї сукупності ринкових ризиків, зокрема шляхом заліку зустрічних вимог контрагентів і щодо грошей, і щодо цінних паперів. Серед клірингових організацій також можна виділити клірингові центри, що здійснюють кліринг в рамках певного сегменту фондового ринку. У вигляді самостійних юридичних осіб клірингові центри зустрічаються доволі рідко, як правило, ці функції виконує розрахунковий депозитарій, розрахункова палата або системний комплекс фондової біржі.

До допоміжних елементів інфраструктури можна віднести таких фінансових посередників, які не беруть участь безпосередньо в процесі інвестування, але впливають на нього шляхом організації збору, аналізу і розповсюдження інформації, істотної для інвестора емітента або елемента інфраструктури, страхування в тій або іншій формі його інвестиційних ризиків, або сприяння в управлінні вторинними ризиками.

Саме допоміжні функції (наприклад, аналітика) найчастіше поєднуються крупними суб'єктами інфраструктури з основною діяльністю. До даного типу посередників відносяться наступні основні функціональні види: інвестиційні консультанти; інвестиційні банки; венчурні компанії; трансфер-агенти; аналітики фондового ринку; рейтингові агентства; аудиторські компанії; страхові компанії (агентства); юридичні (податкові) консультанти; управлінські консультанти. Слід зазначити, що новий вигляд інфраструктурних функцій з'являються і виділяються в окремі види професійної діяльності у міру розвитку тих або інших сегментів фондового ринку.

Таким чином, *характерними особливостями сучасного розвитку міжнародного фондового ринку* є наступні:

- постійне зростання випусків міжнародних акцій, що пояснюється як приватизаційними процесами компаній державного сектора в розвинутих країнах та країнах, що розвиваються, так і розвитком процесу злиттів і поглинань у розвинутих країнах;

- рух корпоративного акціонерного капіталу між країнами відбувається переважно через механізм депозитарних розписок, а не у формі іноземних акцій чи євроакцій;

- на зовнішніх фондових ринках переважає пряма купівля цінних паперів над інвестуванням у іноземні акції на власному національному ринку;

- інтеграція боргового та акціонерного сегментів міжнародного ринку цінних паперів;

- посилення інтеграції найбільших національних ринків акцій, що виявляється у взаємодії та консолідації торгівельних і розрахунково-клірингових систем і, як наслідок, зростанні потоків капіталу між країнами.

Основними учасниками сучасного світового ринку цінних паперів виступають банки (центральні, інвестиційні, комерційні), транснаціональні компанії, державні установи, міжнародні фінансові інститути, пенсійні фонди, страхові фонди й компанії, взаємні (пайові) інвестиційні фонди, фондові біржі.

В умовах сучасного фондового ринку спостерігається зростання конкуренції між банками й іншими компаніями, що займаються вкладеннями в цінні папери і на який не поширюються правила банківського нагляду, що існують у всіх розвинутих країнах і в міжнародних масштабах. Наприклад, у європейській фінансовій системі спостерігається домінуюча роль фінансових посередників. На прямі банківські кредити припадає лише 54% усієї заборгованості по непогашених боргових зобов'язаннях (облігаціям, акціям і позикам). У Німеччині, згідно даним Німецького федерального банку, фінансування за рахунок ринку цінних паперів заміняє традиційне банківське фінансування.

Найважливішою тенденцією кінця 90-х років на фондових ринках став ріст (кількісний і якісний) інституціональних або інвесторів інститутів колективного інвестування. Розширення впливу інституціональних інвесторів пов'язане перш за все з певною трансформацією традиційних банківських інституцій та диверсифікацією фінансових послуг. З іншого боку в фінансовому секторі світового господарства ще більше загострюється конкуренція між банківськими та небанківськими фінансовими установами. Посилення ролі страхових компаній, пенсійних і взаємних фондів, інвестиційних компаній приводять до ще більшої інституціалізації й сек'юритизації фінансових ринків, оскільки вони орієнтують інвесторів у фондові цінності, що носять більш довгостроковий характер.

Важливою тенденцією в розвитку інституціональної структури фондового ринку останнього десятиліття є дизінтермідіація - «вимивання посередництва», чи відмовлення (звільнення) від посередника, виключення традиційних фінансових посередників (брокерів і банків) з угод між позичальниками й кредиторами, покупцями й продавцями на фінансових ринках. Процеси дизінтермідіації є наслідком інформатизації фондового ринку, розвитком

фінансових технологій і дерегулювання. Як наслідок, відбувається активне проникнення небанківських структур в операції на фондовому ринку і з'являються нові види кредитно-депозитних цінних паперів. У результаті, з одного боку, у банків з'являються нові конкуренти в традиційному їхньому секторі ринку, а, з іншого, - банки одержують новий ефективний інструмент і розширюють сферу своєї діяльності.

Істотно змінюється роль інвестиційних банків на світовому фондовому ринку. Знижується частка операцій з цінними паперами з одночасним ростом питомої ваги операцій по злиттю, поглинанню й керуванню активами. З розвитком світового фондового ринку, коли з'являється можливість оплачувати придбання іншої компанії новими емісіями акцій своєї компанії, відбувається активізація корпоративних злиттів і поглинань, причому на глобальному рівні.

На світових ринках формується ще одна група інвесторів – менеджери внесків, що керують портфелями своїх клієнтів. Специфіка їх діяльності визначається тим, що вони виступають непрямими інвесторами, оскільки в їхні задачі входить керування інвестиційними портфелями своїх клієнтів, як правило групи інвесторів.

Фондові біржі, як установи з чиею допомогою здійснюється розміщення фондових інструментів і їхнє котирування, також є учасником ринку цінних паперів. Сьогодні відзначається посилення ролі бірж, у тому числі і на міжнародних сегментах ринку.

Провідною тенденцією розвитку світового фондового ринку є посилення взаємозалежності національних ринків. Політика дерегулювання та лібералізації створила у свій час передумови для взаємодії та інтеграції національних фондових ринків, розширення масштабів операцій на них, переміщення приватних капіталів між країнами. Посилення взаємозалежності національних фондових ринків проявляється у синхронному підвищенні чи падінні курсів цінних паперів на національних ринках капіталів різних країн.

Отже, можна визначити наступні тенденції та якісні ознаки сучасних фондових інструментів та технологій:

1. В умовах глобалізації світового фінансового ринку серед основних його сегментів провідне місце займає світовий фондовий ринок. Розвиток фондових інструментів має безпосередній вплив на ефективність функціонування реального сектору економіки. Розвиток сучасного світового фондового ринку відбувається в умовах фінансової глобалізації, що має прояв у інтеграції міжнародних і національних фінансових ринків у єдиний світовий ринок, який розвивається на основі уніфікації та стандартизації діяльності учасників ринку цінних паперів.

2. Перехід до інформаційного суспільства високо розвинутих країн світу характеризується застосуванням численних фінансових інновацій та зростанням масштабів глобального технологічного переозброєння фондового ринку на основі телекомунікаційних технологій. Відповідно, розширюється спектр фінансових інструментів і послуг, розгалужується мережа фінансових посередників, поширюються нові типи фінансових інституцій, що призводить до подальшої трансформації інфраструктури міжнародного ринку цінних паперів.

3. Зміни в структурі попиту на цінні папери відбуваються поряд зі змінами в структурі пропозиції цінних паперів. Як наслідок, змінюється структура світового ринку цінних паперів на користь інструментів реального сектора – корпоративних цінних паперів та їх похідних; переміщення боргової діяльності від центральних урядів до приватного сектора; зростання пропозиції акцій, з боку компаній нової економіки, діяльність яких пов'язана з інформаційними технологіями.

4. Висока частка розвинених країн у сукупному світовому фондовому ринку призводить до того, що світові пропорції повністю визначаються пропорціями фондового ринку зазначеної групи країн. Інтеграція країн, що розвиваються та з перехідною економікою до світового фондового ринку, сприяє активізації їхньої діяльності та поступово посилює їх вплив на перерозподіл фінансових ресурсів.

В сучасних умовах світовий фондовий ринок стає основним структуроутворюючим фактором фінансового сектору світового господарства. Ринок акцій займає особливе місце в структурі міжнародного інвестиційного ринку, що обумовлено унікальними властивостями цінних паперів як фінансових інструментів. На сучасному етапі продовжує зростати інтернаціоналізація фондової діяльності, що відповідає загальному процесу економічної інтеграції країн.

#### **Контрольні питання до теми 14**

1. Поясніть призначення міжнародного фондового ринку, визначте механізм його функціонування.
2. Охарактеризуйте учасників та професіоналів міжнародного ринку цінних паперів.
3. Назвіть теорії портфельного інвестування.
4. Поясніть значення терміну «міжнародний портфель інвестицій».
5. Визначте структуру портфеля інвестицій. Назвіть чинники, що впливають на співвідношення окремих елементів та видів інвестицій в структурі інвестиційного портфеля.
6. З якими видами ризиків пов'язане формування та управління міжнародним портфелем цінних паперів?
7. Які існують види інвестиційних портфелів в залежності від цілей, що переслідує інвестор?
8. Якими чинниками визначається стратегія управління портфелем інвестицій?
9. Охарактеризуйте процес активного управління інвестиційним портфелем.
10. Охарактеризуйте інфраструктуру світового фондового ринку.



## ТЕМА 15. МІЖНАРОДНИЙ РИНОК БАНКІВСЬКИХ КРЕДИТІВ

1. Сутність, принципи й функції міжнародного кредиту.
2. Світовий кредитний ринок і його структура.
3. Економічні наслідки міжнародної позики.

### 1. Сутність, принципи й функції міжнародного кредиту.

Характерною рисою сучасного етапу розвитку міжнародних кредитних відносин є те, що міжнародний кредит значно випереджує не тільки темпи зовнішньоекономічного обороту, але й темпи зростання промислового виробництва, стимулюючи таким чином взаємне переплетіння господарств країн світу, сприяє поглибленню та розширенню міжнародних фінансово-кредитних відносин. Основними суб'єктами світового кредитного ринку, тобто кредиторами і позичальниками, є комерційні та міжнародні банки, держави, фірми, міжнародні та регіональні організації.

Міжнародний кредит є формою руху позикового капіталу в міжнародних економічних відносинах. Міжнародний кредит, будучи формою руху позикового капіталу, відображає його специфіку в сфері міжнародних економічних відносин за допомогою виконання ряду функцій. По-перше, міжнародний кредит забезпечує перерозподіл позикових капіталів між країнами, регіонами, галузями для забезпечення потреб розширеного відтворення. Реалізація цієї функції забезпечує вирівнювання національних прибутків у середні прибутки та сприяє підвищенню його маси. По-друге, міжнародний кредит замінює готівковий валютний обіг. Виконання цієї функції сприяє економії витрат обігу в сфері міжнародних розрахунків шляхом заміни реальних грошей кредитними. На основі міжнародного кредиту виникли кредитні способи міжнародних розрахунків – векселі, чеки, а також банківські перекази, депозитні сертифікати тощо. Економія часу обігу позикового капіталу в міжнародних економічних відносинах збільшує час виробничого функціонування капіталу, забезпечуючи розширення виробництва й ріст прибутків. І, нарешті, по-третє, міжнародний кредит сприяє прискоренню процесу капіталізації додаткової вартості, забезпечуючи тим самим прискорення концентрації й централізації капіталу.

*Міжнародний кредит* – це форма руху позикового капіталу в сфері міжнародних економічних відносин, пов'язаного з наданням різноманітних ресурсів (товарних, валютних) на умовах повернення, терміновості, забезпеченості та сплати відсотків.

У світовій економіці міжнародний кредит забезпечує перерозподіл фінансових ресурсів між національними економіками, стимулює прискорення економічного росту, сприяє розвитку розширеного відтворення.

Зв'язок міжнародного кредиту з економічними законами ринку й відтворенням виявляється в його принципах: повернення (якщо отримані кошти

не повертаються, то має місце безповоротна передача грошового капіталу, тобто фінансування); терміновість (забезпечує повернення кредиту у встановлені кредитною угодою строки); платність (відображає дію закону вартості й спосіб здійснення диференційованих умов кредиту); матеріальна забезпеченість (виявляється в гарантії погашення міжнародного кредиту) і цільовий характер (визначення конкретних об'єктів позики).

Характер розвитку міжнародних кредитних відносин на сучасному етапі характеризується рядом особливостей. Розвиток діяльності ТНК вимагає значних капіталів, які спроможні надати лише великі транснаціональні банки. У зв'язку з цим найважливішим явищем у розвитку банківського кредиту стає його збільшення. Зміна структури промислового капіталу, пов'язана з розвитком концентрації виробництва й НТП, вимагає фінансових вкладів, які надаються на тривалій основі. ТНБ, маючи диверсифіковану депозитну базу, спроможний надавати довгострокові капіталовкладення. У сучасних умовах розвитку міжнародного бізнесу великі банківські й промислові монополії тісно переплітаються, в результаті чого використання кредитів банками-монополістами стає одним із методів конкурентної боротьби. В обмін на надання кредитів ТНБ вимагає повного обслуговування лише в підконтрольних ним відділеннях і філіях. Більший обсяг фінансових операцій забезпечує додаткові прибутки ТНБ.

Особливе місце міжнародний кредит має в розвитку міжнародної торгівлі. Однією з найдавніших форм зовнішньоекономічного кредиту є фірмовий кредит – позика, яка надається експортером однієї країни імпортеру іншої у вигляді відстрочки платежу. За своєю суттю це комерційний кредит, який використовується у зовнішній торгівлі. Фірмовий кредит може мати різні строки (від одного року до семи років) та декілька видів:

- вексельний кредит передбачає оформлення переказного векселя експортера на імпортера після оформлення зовнішньоторговельного контракту. Отримавши комерційні документи, імпортер дає згоду на сплату векселя, тобто акцептує його.

- кредит за відкритим рахунком здійснюється через відповідні банківські рахунки експортера й імпортера. Так, експортер записує на рахунок імпортера боргове зобов'язання на суму, еквівалентну вартості відвантажених товарів з урахуванням нарахованих відсотків. У свою чергу імпортер має погасити своє зобов'язання з кредиту й відсотків у строки, визначені кредитною угодою.

- кредит у формі авансу покупця означає, що сплативши попередньо частину вартості товару, імпортер бере на себе зобов'язання прийняти товари, що постачаються в кредит.

До середини ХХ століття фірмові кредити за своїм вартісним обсягом практично в два рази перевищували банківські експортні кредити. Однак бурхливий розвиток міжнародної торгівлі, якісні зміни в системі міжнародного кредиту сприяли зменшенню фірмових кредитів за рахунок розширення банківського зовнішньоторговельного кредитування. Він має більше переваг для імпортера, оскільки забезпечує довші строки кредитування, меншу вартість

кредиту, великі обсяги постачань за більшої маневреності в обранні постачальників необхідної продукції.

Банківські зовнішньоторговельні кредити включають експортні й фінансові кредити. Експортний кредит надається банком країни-експортера банку країни-імпортера або безпосередньо імпортеру. Він має зв'язаний характер і надається в грошовій формі. Банки беруть участь у фінансуванні експортних кредитів у двох основних формах: прямій (надання кредиту іноземному покупцю) та опосередкованій (цільове фінансування експортерів, які потім надають кредит іноземному покупцю). Фінансовий кредит не має зв'язаного характеру й дозволяє здійснювати купівлю необхідних товарів на будь-якому ринку.

Роль кредитування у розвитку міжнародної торгівлі постійно зростає. На цей час головне у конкурентній боротьбі банків не власне кредитування, а умови кредитування: відсоткові ставки; строки кредиту, в тому числі пільговий період; страхування кредитів; розподіл між учасниками ризиків кредитних відносин тощо. При кредитуванні міжнародної торгівлі сировинними товарами, а також при обміні послугами, як правило, використовується короткостроковий кредит. Експорт машин та обладнання обслуговується традиційно середньостроковими кредитами. Масштабні проекти в основному кредитуються на довгостроковій основі.

Існують різноманітні *форми і види міжнародних кредитів*, які становлять велику класифікацію:

- за строками міжнародні кредити поділяються на: короткострокові (від одного дня до року); середньострокові (від одного року до п'яти років); довгострокові (понад п'ять років);

- за призначенням розрізняють: фірмові або комерційні кредити (пов'язані з обслуговуванням міжнародної торгівлі товарами та послугами); фінансові кредити (пов'язані з отриманням цінних паперів для інвестиційних проектів, сплати зовнішнього боргу, проведення валютної інтервенції тощо); проміжні кредити (пов'язані з обслуговуванням змішаних форм, наприклад, експорту капіталів, товарів, послуг, наприклад, інжиніринг);

- залежно від суб'єктів виділяють: приватні кредити; кредити, надані юридичними особами; банківські кредити; урядові кредити; кредити міжнародних організацій;

- за формою надання кредити поділяються на: товарні кредити (у формі відстрочки сплати при експорті товарів) та валютні кредити (кредити, які надаються банками в грошовій формі);

- залежно від валют міжнародні кредити надаються: у валюті країни-кредитора; у валюті країни-позичальниці; у валюті третьої країни; у міжнародних розрахункових одиницях;

- за технікою надання міжнародні кредити поділяються на: готівкові кредити, які зараховуються на рахунок одержувача позики; акцептні (у формі акцепту, тобто згода платити, тратти – імпортером або банком); депозитні сертифікати; облігаційні позики; синдіковані кредити;

– з точки зору забезпечення розрізняють: забезпечені кредити (забезпеченням кредитів можуть служити товари, цінні папери, нерухомість та інші цінності) та бланкові кредити (видаються під зобов'язання одержувача позики виплатити кредит у визначений строк);

– за своїм призначенням кредити бувають: зв'язані (кредити, які мають суворо цільовий характер); фінансові (кредит може бути використаний з будь-якою метою);

– за способом погашення розрізняють кредити: з рівномірним погашенням, з нерівномірним погашенням; з одночасним погашенням;

– за видами відсоткових ставок кредити бувають з: плаваючою ставкою; фіксованою ставкою; комбінацією ставок;

– за способом використання міжнародні кредити можуть бути з багаторазовим та одноразовим використанням.

У міжнародному кредитуванні розширюються обсяги синдикованих кредитів – кредитів, які організовані великими комерційними банками, що входять до консорціуму. Такий вид міжнародних кредитів дозволяє об'єднувати значні ресурси його учасників для проведення великих кредитних угод. Близько 80% анонсованих синдикованих кредитів належить розвинутим країнам світу.

Як правило, синдиковані кредити надаються строком не менше 5 років, і їхні обсяги досягають декількох мільярдів. Техніка надання синдикованих кредитів має наступні особливості. Керуючий банк здійснює переговори з одержувачем позики про умови кредиту. Члени керуючої банківської групи підписуються на певні частки спільного кредиту й стають банками-андерайтерами. У свою чергу банки-андерайтери можуть розбити власні частки кредитування та передати їх іншим кредиторам. Таким чином, окрім традиційних відсотків за кредит одержувач позики сплачує й комісію за керування, участь, посередництво, консультування тощо.

Синдиковані кредити надаються на умовах ролл-овер (відсоткових ставок, що змінюються та регулярно переглядаються через 3-6 місяців). Розміри ролл-оверних кредитів коливаються в широких межах від 300 млн. дол. до 2,5 млрд. дол. У видачі консорціального кредиту беруть участь від 2 до 30 кредитних установ різних країн, між якими й розподіляється кредитний ризик. Ролл-оверна система кредитування грає важливу функцію трансформації короткострокових коштів у більш довгострокові.

## **2. Світовий кредитний ринок і його структура.**

Основними кредиторами на світовому ринку позичкових капіталів традиційно виступали розвинені країни. Розвинені країни-кредитори з обережністю аналізують можливості надання кредитів, тому внаслідок достатньо низької платоспроможності чистий приплив капіталу в країни, що розвиваються, залишається помірним. Натомість сьогодні, країни, що розвиваються, все активніше виступають на ринках позичкового капіталу в якості кредиторів (Тайвань, Гонконг, Китай).

Провідними імпортерами капіталу на світовому кредитному ринку також є промислово розвинені країни. Найбільшими позичальниками є корпорації США, на другому місці знаходиться Великобританія. Питома вага країн, що розвиваються, в 80-ті роки зменшувалась, найбільшими позичальниками виступали Саудівська Аравія і Мексика. З середини 80-х рр. активними учасниками світового кредитного ринку, що виступають в якості позичальників, стають транзитивні країни Центральної та Східної Європи. Однак частка цих країн є досить незначною.

Помітне місце на світовому кредитному ринку займають міжнародні фінансово-кредитні організації, перш за все, Світовий банк та Міжнародний валютний фонд. Найбільш активну кредитну діяльність зазначені установи здійснюють в формі кредитування країн, що розвиваються.

Структуру сучасного світового кредитного ринку формують світовий ринок банківських кредитів і світовий ринок боргових цінних паперів. Величина світового ринку банківських кредитів у 2017 р. перевищила 158 трлн. дол., при цьому 34% усіх банківських активів світу припадає на країни азійські країни, 33% - на американський регіон.

Вартість міжнародних кредитів визначається в результаті співвідношення попиту й пропозиції на позиковий капітал. Однак характерною особливістю сучасного ринку капіталів є численність відсоткових ставок. Основою відсоткових ставок у міжнародному кредитуванні є ставка пропозиції по короткостроковим міжбанківським кредитам у Лондоні – LIBOR (London Interbank offered rate). За даною ставкою лондонські банки надають один одному незабезпечені короткострокові кредити. На практиці LIBOR визначають великі банки Лондона, які кожного дня об 11.00 ранку фіксують власні ставки. «Financial Times» щоденно публікує середньоарифметичну ставку LIBOR усіх найкрупніших банків світу. До базової ставки додається надбавка – спред (Spread) – маржа, тобто винагорода за банківські послуги. Її рівень визначається станом ринку, кредитоспроможністю одержувача позики, характеристикою самого кредиту – його строку, об'єму.

На євrorинку спостерігається відносна незалежність міжнародних відсоткових ставок. У той же час між національними й міжнародними відсотковими ставками існує взаємозалежність. З одного боку, рівень ставок на національному ринку становить основу формування відсоткових ставок на міжнародному ринку. З іншого боку, рівень міжнародних ставок відбивається й на національних ставках, які традиційно є наближеними до рівня інтернаціональної відсоткової ставки. В країнах з розвинутою ринковою економікою рівень реальних відсоткових ставок по депозитах і по кредитах є більш низьким порівняно з країнами, що розвиваються, та з перехідною економікою. Високий рівень конкурентної боротьби у банківському бізнесі в розвинутих країнах призвів і до того, що рівень банківського спреду в цій групі країн є також найменший.

Паралельно з міжбанківською ставкою пропозиції за короткостроковими кредитами у Лондоні встановлюється міжбанківська відсоткова ставка попиту по короткостроковим операціям, яка називається LIBID (London Interbank bid

rate). Як правило, її рівень на 10-12 % нижче ставки LIBOR. Ця різниця у ставках є важливим джерелом банківських прибутків. Середня ставка між LIBOR і LIBID визначає ставку LIMIN. За аналогією LIBOR у інших фінансових центрах формує власні базові ставки: FIBOR у Франкфурті, SIBOR у Сінгапурі, BIBOR – у Бахрейнні тощо.

Якісні зміни у розвитку світового ринку позикових капіталів пов'язані з тим, що у сучасних умовах відбувається трансформація кредитних операцій в операції з цінними паперами. Ці процеси, що протікають у сучасній фінансовій системі, отримали назву сек`юритизації. Окрім ринку короткострокових, середньострокових і довгострокових банківських єврокредитів, світовий ринок позикових капіталів включає й ринок боргових цінних паперів. Так, наприклад, на суму кредиту, що видає ТНБ, випускаються облігації, що дозволяє банкам повертати гроші раніше строку погашення кредиту. Окрім того, банки поєднують декілька кредитів з різними характеристиками (строками погашення, ступенем ризику, валютою тощо) в один кредитний пул та на його основі випускають єдині облігації. Завдяки цим процесам міжнародний кредит трансформується в актив, що має вільний обіг на ринку.

Міжнародний кредит як форма залучення ресурсів втрачає свої позиції, його місце поступово займають єврооблігації. Обсяг сучасного світового ринку боргових цінних паперів перевищує 92 трлн. дол. В структурі світового ринку боргових цінних паперів домінують американський (38%) та європейський (26%) регіони.

З 60-х років ХХ століття у міжнародних кредитних відносинах провідних країн розвивалися два паралельні ринки облігаційних позик. З одного боку, це традиційні іноземні облігації, які розміщуються одержувачами позик – нерезидентами на національних ринках капіталів, а з іншого, – єврооблігації, які розміщуються на позанаціональних ринках капіталів. І перший, і другий вид відноситься до міжнародних (зовнішніх) облігаційних позик.

Іноземні облігації розміщуються в валюті країни-кредитора відповідно до національного законодавства. Найважливішими ринками іноземних облігацій є фінансові центри – Цюрих, Нью-Йорк, Токіо, Лондон, Амстердам, Франкфурт. Багато іноземних облігацій мають стійкі на світових фінансових ринках назви, які широко розповсюджені серед професійних учасників цих ринків. Найвідомішими іноземними облігаціями є:

- янки (Yankee Bonds) у США;
- самурай (Samurai Bonds);
- шибосай (Shibosai Bonds);
- дайміо (Daimyo Bonds);
- шогун (Shogun Bonds) в Японії;
- бульдог (Bulldog Bonds) у Великій Британії;
- Рембрандт (Rembrandt) у Голландії;
- матадор (Matador) в Іспанії;
- кенгуру (Kengaroo Bonds) в Австралії.

Європозики випускаються у валюті, що є іноземною і для одержувача позики, і для кредитора, а євrorинок – вільним від офіційних обмежень. Разом з тим і євrorинок, і національні ринки впливають один на одного.

Головними одержувачами позики на євrorинку виступають ТНК. За їхнім дорученням банки займаються організацією випуску й розміщення єврооблігацій. Основними покупцями на ринку боргових зобов'язань є інституціональні інвестори – інвестиційні фонди, пенсійні, страхові компанії тощо.

На основі класичного типу фінансових інструментів – іноземних облігацій – виникли альтернативні види боргових зобов'язань, насамперед, глобальні й паралельні облігації. Глобальні облігації розміщуються одночасно на ринку єврооблігацій і на одному або декількох національних ринках. Паралельні облігації – облігації одного випуску, які розміщуються на відміну від іноземних облігацій одночасно в декількох країнах, на декількох національних ринках у валютах країн розміщення позики. Тобто один випуск паралельних облігацій залежно від кількості країн, де відбувається його розміщення, поділяється на декілька траншей.

Глобальне розміщення облігацій стає важливою особливістю розвитку світового ринку капіталів. Існує досить широка класифікація облігацій, що застосовуються в сучасній світовій фінансовій системі:

- за строками погашення облігації можуть бути: довгострокові й середньострокові (євроноти),
- за призначенням виділяють наступні види випуску облігацій: цільова емісія (облігації випускаються під конкретний інвестиційний об'єкт); фінансова емісія (основне призначення облігацій – згладжування нерівномірного надходження коштів до бюджету, фінансування поточних витрат); змішаний тип (на цілі фінансування проектів та поточних витрат),
- за способом розміщення розрізняють: глобальні облігації; єврооблігації; паралельні й іноземні облігації,
- за способом забезпечення розрізняють забезпечені й незабезпечені («голі») облігації,
- за способом виплати доходу виділяють: облігації з фіксованою відсотковою ставкою; облігації з нульовим купоном і облігації з плаваючою ставкою купона,
- облігації можуть бути з різною періодичністю виплат купону: раз на рік (характерно для більшості єврооблігацій); два рази на рік (зустрічається дуже рідко) та щоквартально (характерно для євронот),
- облігації можуть бути випущені різними емітентами: міжнародними організаціями; національними урядами; муніципальними органами; корпораціями.

Розвиток міжнародних економічних відносин сприяв якійсь і кількісній зміні в системі міжнародних позик. Кількісні зміни полягають в їх динаміці, а якісні – у зміні питомої ваги облігаційних позик на загальну суму запозичень на світовому ринку капіталів. Основними тенденціями розвитку світового ринку

фінансових ресурсів у сучасних умовах глобалізації стали роль міжнародних ринків, що посилюються та мають наднаціональний характер. Вже зазначалося, що складовою економічної глобалізації є фінансова глобалізація. Пом'якшення бар'єрів, що регулюють фінансові ринки, сферу банківського бізнесу, злиття різних секторів і сегментів світового ринку капіталу, обумовили появу принципово нового процесу розвитку фінансів – конвергенції міжнародних ринків позикового капіталу.

Таким чином, провідну роль на світовому ринку банківських кредитів і боргових цінних паперів досі займають розвинені країни, хоча останнім часом спостерігається активізація країн, що розвиваються, в якості кредиторів на світовому ринку. Функціонування світового ринку позичкових капіталів на сучасному етапі характеризується більш швидким зростанням обсягів кредитування через випуск та розміщення боргових цінних паперів порівняно з наданням традиційних банківських кредитів. Ця тенденція проявляється в сек'юритизації міжнародних кредитних ринків, яка передбачає переорієнтацію позичальників з банківських кредитів на емісію цінних паперів. Міжнародний кредит як форма залучення ресурсів поступово втрачає свої позиції, його місце займають єврооблігації та інші інструменти євrorинку. В розвинених країнах рівень сек'юритизації є значно вищим, ніж в країнах, що розвиваються. Країни з низьким рівнем розвитку ринкових відносин у зовнішньому фінансуванні в більшій мірі використовують традиційне банківське кредитування.

### 3. Економічні наслідки міжнародної позики.

Для оцінки впливу міжнародного кредиту на добробут країн розглянемо умовний приклад руху позикового капіталу між двома країнами. Для цього на графіку (рис. 15.1) на горизонтальній вісі відобразимо об'єми сукупного вкладеного капіталу в двох країнах ( $OO^*$ ), а на вертикальній – рівень відсоткової ставки  $r$  – доходу на вкладений капітал.

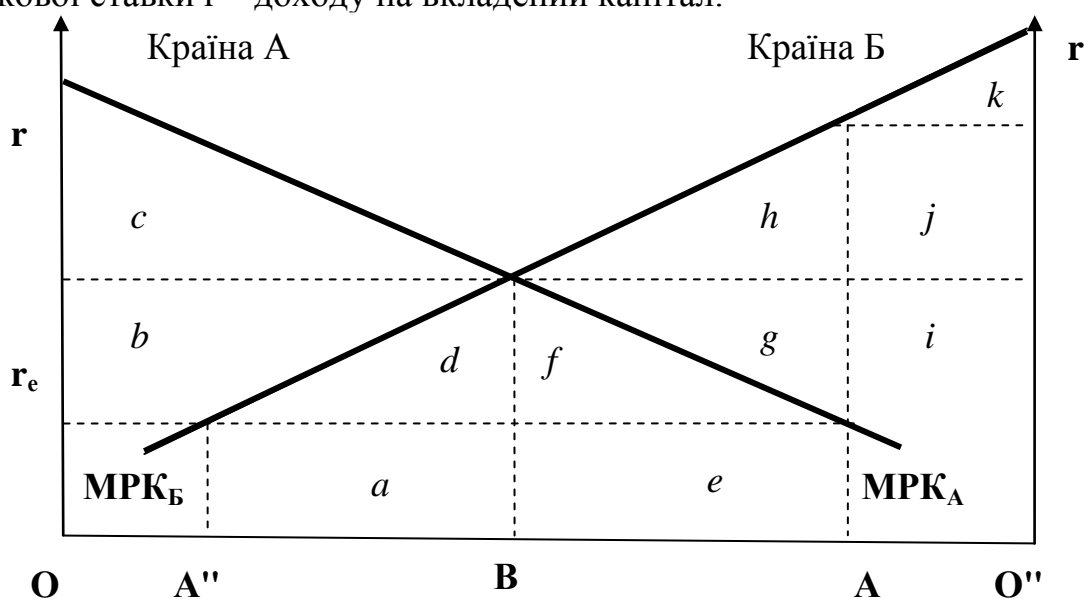


Рис. 15.1. Економічні наслідки міжнародного руху капіталу



По мірі збільшення запасу капіталу в кожній країні величина його граничного продукту скорочується, що призводить до зниження прибутку на вкладений капітал. Динаміку граничної продуктивності капіталу в країні А й у країні Б відображають, відповідно, криві  $MPK_A$  та  $MPK_B$ .

В умовах відсутності міжнародного обміну весь капітал інвестується в національну економіку (для країни А – відрізок  $OA$ , для країни Б – відрізок  $O''A$ ). При цьому в країні А через високу конкуренцію щодо вкладу інвестицій установиться низький рівень прибутку на вкладений капітал, об'єм національного виробництва становитиме  $(a+b+c+d+e+f)$ . У країні Б гранична продуктивність капіталу значно вища, оскільки конкуренція щодо його залучення досить висока. Об'єм виробництва за наявними запасами капіталу ( $O''A$ ) в країні Б становитиме  $(k+j+i)$ .

Різна продуктивність капіталу, диференційовані рівні прибутку на вкладений капітал сприятимуть міграції капіталу в умовах зняття обмежень на його переміщення. Для інвесторів країни А привабливою буде вища прибутковість капіталу на ринку країни Б, одержувачі позики країни Б будуть зацікавлені у дешевших кредитних ресурсах країни А. Таким чином, за умов, що склалися на ринку, виникне перелив капіталу з країни А до країни Б, в результаті чого рівень відсотку на ринку країни А почне зростати, а на ринку країни Б, навпаки, знижуватися. В результаті вільного переливу капіталу виникне вирівнювання граничної продуктивності капіталу в обох країнах і встановиться новий рівнозначний рівень відсотку ( $r_e$ ). Сукупний об'єм виробництва в двох країнах збільшиться на величину  $(g+h)$ .

У нових умовах об'єм інвестування в країні А становитиме  $OB$ , а капітал у розмірі  $BA$  буде наданий у кредит одержувачам позики країни Б. У такому випадку об'єм виробництва всередині країни А становитиме  $(a+b+c+d)$ . Крім того, ця країна отримає прибуток на вкладений у країну Б капітал у розмірі  $(e+f+g)$ . Таким чином, сумарний виграш країни А від міжнародного руху капіталу становитиме  $(a+b+c+d+e+f+g)$ , а чистий, відповідно,  $(g)$ .

Додатковий прибуток країни Б від використання позикового капіталу становитиме область  $(g+h)$ . З урахуванням того, що об'єм виробництва в цій країні за рахунок внутрішніх інвестицій становитиме  $(k+j+i)$ , а за використання залученого капіталу доведеться віддати країні А відсоткові виплати  $(g)$ , то чистий виграш країни Б в результаті міжнародної міграції становитиме  $(h)$ .

Таким чином, як і у випадку з міжнародною торгівлею, міжнародна міграція капіталу в цілому для країн є взаємовигідною – і для країни-кредитора, і для країни-одержувача позики. Однак розподіл виграшу між суб'єктами ринку всередині кожної з країн буде неоднорідним. У країні-кредиторі (країна А) власники капіталу мають можливість вигідніше вкласти капітал і отримати, відповідно, вищий прибуток. При цьому одержувачі позики країни-кредитора програють, оскільки для них залучення капіталу коштуватиме дорожче в нових умовах. Щодо країни-одержувача позики (країна Б), то в цьому випадку у виграші є одержувачі позики іноземного капіталу, а національні кредитори програють, оскільки опиняються в умовах жорсткішою конкурентної боротьби.

### **Контрольні питання до теми 15**

1. Охарактеризуйте сутність міжнародного кредиту. Визначте принципи та назвіть суб'єктів міжнародного кредитування.
2. Назвіть критерії класифікації міжнародних кредитів. Охарактеризуйте види та форми міжнародних кредитів.
3. Охарактеризуйте сучасну структуру світового кредитного ринку.
4. З'ясуйте сутність та особливості надання синдикованих позичок на світовому ринку банківських кредитів.
5. Обґрунтуйте економічні наслідки міжнародної позики.

## ТЕМА 16. МІЖНАРОДНИЙ РИНОК ДОРОГОЦІННИХ МЕТАЛІВ

1. Ринок дорогоцінних металів як складова світового фінансового ринку.
2. Операції на ринку дорогоцінних металів.
3. Особливості розвитку світового ринку дорогоцінних металів.

### 1. Ринок дорогоцінних металів як складова світового фінансового ринку.

Одним із сегментів світового фінансового ринку є *світовий ринок дорогоцінних металів*, який визначається як сфера (або сукупність) економічних відносин між учасниками операцій з дорогоцінними металами, коштовними каменями, що котируються в золоті (золоті сертифікати, облігації, ф'ючерси).

З функціональної точки зору *ринком дорогоцінних металів і коштовних каменів* є торговельно-фінансовий центр, в якому зосереджені торгівля ними і інші комерційні і майнові операції з цими активами. З цієї позиції функціонування ринку дорогоцінних металів повинне забезпечити промислове і ювелірне споживання дорогоцінних металів і коштовних каменів, створення золотого запасу держави, страхування від валютних ризиків, отримання прибутку за рахунок арбітражних операцій.

З інституційної точки зору *ринком дорогоцінних металів* є сукупність спеціально уповноважених банків, бірж дорогоцінних металів.

Ринок дорогоцінних металів включає сукупність різноманітних відносин між суб'єктами ринку на етапі розвідки, видобутку, переробки до кінцевого виготовлення виробів з дорогоцінних металів.

До дорогоцінних металів відносяться золото, срібло і метали платинової групи: платина, паладій, родій, рутеній, іридій, осмій. За своїм призначенням дорогоцінні метали грають двояку роль:

- вони призначені для промислового використання (техніка, електроніка, медичне устаткування, протезування і т. д.);
- вони є предметом інвестицій (виготовлення монет, ювелірних виробів), використовуються як скарби, резерви.

В розрізі видів дорогоцінних металів відповідний ринок складається з наступних секторів:

- ринок золота;
- ринок срібла;
- ринок платини;
- ринок паладію;
- ринок виробів з дорогоцінних металів;
- ринок цінних паперів, що котируються в золоті.

Фактично ринок золота був невід'ємною складовою валютного ринку до 1968 року, коли курси валют стали плаваючими, а самі валюти почали продаватися незалежно від золота.

Істотною особливістю ринку золота є торгівля, яка прив'язана до місця знаходження металу. Центрами торгівлі є: Локо Лондон, Локо Цюріх, Локо Нью-Йорк, Локо Токіо. Найбільший світовий центр з торгівлі золотом – Лондон. Це місце оплати стандартних золотих контрактів, тобто місце здійснення постачання золота, незалежно від того, де була укладена угода. Такі операції носять назву «Локо Лондон», тобто з постачанням в Лондоні.

*Золото* зазвичай використовується в сплавах з іншими металами, які, при збереженні головних якостей чистого золота, характеризуються більшою твердістю і щільністю і дозволяють витратити золото економніше. Сплави золота з платиною використовуються для виробництва стійких до хімічної дії приладів, а сплави золота зі сріблом і платиною використовуються для виготовлення електричних контактів в устаткуванні. Золото і сплави, що містять його, також використовуються для золочення, виробництва ювелірних прикрас і зубного протезування. Радіоактивний ізотоп Au198 використовується для радіотерапії пухлин.

Основні споживачі *срібла* – кіно- та фотопромисловість, електротехнічна і електронна промисловість, виробництво ювелірних виробів. Срібло має бактерицидні властивості: іони срібла стерилізують воду.

*Платина* використовується для виготовлення ювелірних прикрас і автомобільних каталізаторів, у виробництві хімічної апаратури, в електро- і радіотехніці, і частково у вигляді сплавів з родієм, паладієм і іридієм. Так само платина грає велику роль у водневій енергетиці. Ця роль обумовлена особливими хімічними властивостями платинових металів: вони краще за всіх інших дозволяють отримувати чистий водень в паливних елементах.

*Паладій* головним чином використовується в електроніці (особливо в мобільному зв'язку) і при виготовленні паладієвих конденсаторів, які використовуються в каталітичних перетворювачах автомобілів. У сплаві з іншими металами він використовується при виробництві хімічного устаткування і для протезування зубів. Сплави паладію також використовуються в коштовностях, а сам метал може бути частиною сплавів білого золота.

## **2. Операції на ринку дорогоцінних металів.**

Золото та інші дорогоцінні метали можуть виступати в різних якостях: як валютний актив, що виконує ряд функцій грошей; як звичайний товар, зі своєю собівартістю виробництва, схильного до законів попиту і пропозиції, а також спекуляції.

Найбільший обсяг торгівлі дорогоцінними металами спостерігається на міжнародному міжбанківському ринку золота. Міжбанківський ринок дорогоцінних металів включає широкий спектр торгових операцій, які, в принципі, відповідають структурі валютного ринку:

1. Операції типу «спот».
2. Операції типу «своп».
3. Депозитні операції.

4. Опціони.
5. Ф'ючерсні контракти.
6. Форвардні операції.

*Операції типу «spot»* здійснюються на умовах спот, тобто з датою зарахування-списання на другий робочий день після дня укладення угоди. Решта всіх операцій купівлі-продажу металу називаються операціями «аутрайт». Ціна «спот Локо-Лондон» служить базою для розрахунків цін, що знаходяться в основі всіх інших операцій.

Стандартний обсяг операції в золоті на умовах спот на міжнародному ринку складає 5 тисяч тройських унцій, або 155 кг; у сріблі – 100 тисяч тройських унцій (називається один ЛЕК, 50 тис. тройських унцій – півЛЕКа), або близько 3 тон; у платині – 1000 тройських унцій. Поведінка кожного банку на ринку обумовлена, перш за все, його клієнтською базою, тобто наявністю або відсутністю у нього клієнтських замовлень на купівлю-продаж дорогоцінних металів.

*Операції типу «своп»* (swap – обмін) – це купівля-продаж металу з одночасною присутністю зворотної сторони операції. Стандартна операція по свопах – 1 тонна, або 32 тис. унцій.

Розрізняють наступні види свопів на дорогоцінні метали:

- Своп за часом (фінансовий своп) – купівля-продаж однієї і тієї ж кількості металу на умовах спот проти продажу-покупки на умовах форвард. Процентна ставка по фінансових свопах є різницею між ставками по доларовому депозиту і по золотому депозиту. Ставки по золотих свопах нижчі, ніж по доларах на той же період. Це пов'язано з тим, що депозит в золоті дешевший, ніж депозит в доларах.

- Свопи за якістю металу – це одночасна купівля-продаж металу однієї якості (наприклад, проби 999,9) проти продажу-покупки золота іншої якості (наприклад, проби 999,5). Сторона, що продає золото вищої якості, отримуватиме премію.

- Свопи по місцезнаходженню – це купівля-продаж золота в одному місці (наприклад, в Лондоні) проти продажу-покупки його у іншому місці (наприклад, в Цюриху). Оскільки, залежно від кон'юнктури ринку, золото в одному місці може коштувати дорожче, то в цьому випадку одна із сторін отримує компенсуючу премію.

*Депозитні операції* проводяться, коли необхідно залучити метал на рахунок або, навпаки, розмістити його на певний термін. Депозитні ставки за золотом нижчі за депозитні ставки за валютою (різниця близько 1,5%), що пояснюється нижчою в порівнянні з валютою ліквідністю. Сума відсотків за користування депозитом зараховується на рахунок контрагента, що надав метал в депозит, в день закінчення такого депозиту.

*Опціон на золото* – це право (але не зобов'язання) продати або купити певну кількість золота за певною ціною на певну дату або протягом всього обумовленого терміну.

Опціон, який може бути виконаний в будь-який день протягом всього терміну дії контракту, називається *американським опціоном*. Опціон, який

можна виконати тільки в день закінчення контракту, називається *європейським опціоном*.

На міжнародному ринку дорогоцінних металів, як і на ринку валютних операцій, використовується два види опціону: опціон на продаж (put) і опціон на купівлю (call). Такі операції використовуються для хеджування. Принцип хеджування виглядає таким чином. Якщо інвестор хеджує себе від підвищення в майбутньому ціни, він винен або купити опціон call, або продати опціон put; якщо ж інвестор хеджує себе від зменшення ціни, він винен або купити опціон put, або продати опціон call.

Дилери в своїй роботі використовують комбінації опціонів. Виділяють наступні опціонні стратегії:

а) Straddle – це така опціонна стратегія, при якій купуються або продаються один опціон call або один опціон put з однаковою ціною виконання і датою закінчення за умови, якщо дилер вважає, що на ринку не очікуються ніяких потрясінь і сильних змін ціни ні в один, ні в інший бік.

б) Strangle – це опціонна стратегія, при якій купуються або продаються один опціон call і один опціон put з різними цінами виконання, але однією датою закінчення. Ця стратегія максимально підходить для «спокійних» ринків з низької волатильністю ціни, але схильних до сильних коливань.

в) Bull spread – підвищувальний spread. Це опціонна стратегія, при якій купують і продають два опціони put або два опціони call з різними цінами виконання. Стратегія відображає очікування дилера майбутнього зростання цін на дорогоцінні метали, але в обмежених границях. Продаючи опціон з одночасною покупкою, дилер дістає можливість скоротити витрати по сплаті премії за дорожчий опціон.

У момент укладення опціонного контракту на дорогоцінний метал покупець сплачує продавцеві премію, яка є ціною опціону. Премія складається з двох компонентів: внутрішньої вартості і тимчасової вартості. Внутрішня вартість – це різниця між поточною форвардною ціною металу і ціною виконання опціону, коли він є опціоном з виграшем. Тимчасова вартість – це різниця між сумою премії і внутрішньою вартістю.

*Ф'ючерсний контракт* – це угода між контрагентами про майбутнє постачання металу, яка укладається на біржі. Виконання всіх операцій гарантується розрахунковою палатою біржі. У світовій практиці ф'ючерсні контракти на золото торгуються на декількох біржах: Комекс (Нью-Йорк); Німекс (Нью-Йорк); Симекс (Сінгапур); Струмом (Токіо); Люксембурзька біржа золота.

Процес укладання ф'ючерсних контрактів відбувається наступним чином. Брокер по телефону повідомляє клієнтові інформацію про те, що відбувається на біржі. Клієнт розміщує замовлення у брокера на купівлю або продаж ф'ючерсних контрактів з вказівкою кількості і рівня ціни. Про виконання замовлення брокер негайно повідомляє клієнта, заповнює картку з вказівкою часу виконання, після чого дані про операцію вводяться в центральний комп'ютер клірингової палати. Після закриття біржі клієнтові направляють

виписку про стан його рахунку і здійснені операції. Клієнт оплачує послуги брокерської фірми, клірингової палати і біржі.

Один контракт на золото включає 100 унцій золота і для його виконання потрібно внести маржу у розмірі 1,5 тис. доларів США.

Ф'ючерсні контракти використовуються не для здійснення реального постачання, а для хеджування і спекуляції. Спекуляція ґрунтується на коливаннях ф'ючерсної ціни. Спекулянт отримає вигреш по ф'ючерсному контракту, якщо він: купить його за нижчою ціною і в подальшому продасть за вищою ціною; продасть контракт за вищою ціною і в подальшому викупить за нижчою ціною. За допомогою ф'ючерсних контрактів хеджер може застрахуватися від зміни в подальшому ціни золота. Якщо хеджер страхується від зниження ціни золота, то йому слід продати ф'ючерсний контракт. А якщо інвестор страхується від підвищення ціни золота, оскільки планує купити його через якийсь час, він повинен придбати ф'ючерсний контракт.

*Форвардні операції* передбачають реальну купівлю або продаж металу на термін, що перевищує другий робочий день. Мета укладення форвардної угоди покупцем полягає в тому, щоб застрахуватися від підвищення в майбутньому ціни металу на спотовому ринку. Мета укладення форвардної угоди продавцем – застрахуватися від зниження в майбутньому ціни металу на спотовому ринку.

При визначенні ціни форвардного контракту необхідно враховувати наступне:

- продавець форвардного контракту зобов'язується поставити золото після закінчення визначеного в операції терміну. Це дозволяє йому в межах терміну дії контракту розмістити золото на депозиті і отримати певний відсоток. Тому форвардну ціну слід зменшити на величину даного відсотка;

- відмовившись від продажу золота на спотовому ринку, в день укладення форвардної угоди інвестор втрачає відсоток по валютному депозиту, який можна було б отримати, розмістивши гроші від продажу золота в банку. Тому форвардна ціна має бути збільшена на дану суму.

Отже, за типами здійснюваних операцій світовий ринок дорогоцінних металів є подібним до валютного ринку. Водночас, на проведення торговельних операцій з дорогоцінними металами, процес укладання та виконання відповідних угод здійснює вплив специфіка дорогоцінних металів як об'єкту торгівлі, які виступають одночасно і як фінансовий (інвестиційний) інструмент, і як реальний актив.

### **3. Особливості розвитку світового ринку дорогоцінних металів.**

#### *Світовий ринок золота*

В останні роки загальний щорічний обсяг світового ринку дорогоцінних металів перевищує 130 млрд. дол., з якого основна частина (80%) припадала на золото. Світовий попит на золото формується двома основними видами споживання – комерційними продажами і попитом в рамках поповнення міжнародних резервів центральними банками більшості країн світу. До 2009 року в комерційному використанні знаходилося близько 80% світових

наземних запасів золота, або близько 120 тис. т. У резервах центральних банків було накопичено 18%, або близько 30 тис. т. Ще близько 2% світових запасів вважається за невраховані.

До початку 20 століття більшість країн світу, що володіють власною грошовою одиницею, здійснили прив'язку своїх валют до фіксованої вартості золота. У 1900 році «Золотий стандарт» був введений в США, при цьому встановлений курс склав 20,67 дол. за унцію. Нова система набула поширення з введенням паперових грошей, що стали сертифікатом гарантованого обміну на золото за встановленою ціною. Фактично золото як і раніше залишалося грошовою одиницею, але отримало зручніший і практичний грошовий еквівалент. До 1915 р. світовий обсяг державних запасів золота склав 9,4 тис. т, у тому числі 2,57 тис. т складала державні запаси США, 1,25 тис. т – Російської імперії (2-е місце в світі).

Нова система виявилася нестійкою. У складні з економічної точки зору періоди Першої світової війни і кризи 1929-1933 років США і Великобританія неодноразово забороняли експорт золота, що нівелювало цінність «Золотого стандарту». У 1944 році на конференції в Бреттон-Вудсі долар був визнаний більшістю країн світу як основна резервна грошова одиниця, при цьому сам долар був прив'язаний до золота із розрахунку 35 дол. за унцію. Одночасно був заснований Міжнародний валютний фонд. Система функціонувала аж до 1971 року, причому з 1954 по 1968 рік паралельно їй у Великобританії був дозволений вільний обіг золота. У 1960-і роки сальдо торгового балансу США стає негативним, і для його покриття США переводять за кордон (перш за все в Західну Європу) значні обсяги золота. Їх запаси в США скоротилися з 20 тис. т в 1950 році до 8,5 тис. т в 1972 році. Частка США в світових запасах за той же термін скоротилася з 68% до 23%.

Одночасно необхідність проведення гнучкішої грошової політики в нових післявоєнних умовах зумовила активнішу грошову емісію Сполученими Штатами, що ускладнювалося необхідністю забезпечення емісій золотом. В результаті в 1971 році прив'язка долара до золота була скасована, а з 1975 року уряд США знімає обмеження на вільний обіг золота і впроваджує проведення аукціонів на даний вид дорогоцінного металу.

Свого пікового значення сукупний світовий державний золотий запас досяг в 1965 році, склавши 38,3 тис. т. У міру того, як залежність національних грошових систем від золота знижувалася, його світові державні запаси також скорочувалися, впавши до 33,9 тис. т на початку 2019 року. Найбільшими утримувачами золота сьогодні є країни Єврозони, що зосередили 31,8% світових запасів, або 10,8 тис. т.

В 2018 р. запаси золота, сконцентровані в центральних банках країн та в міжнародних фінансових організаціях, збільшилися до 33,871 тис. т. (таблиця 16.1). Володіючи світовими резервними валютами (євро і долларом), країни Єврозони і США тримають в золоті основну частину своїх міжнародних (золотовалютних) резервів. Так, в США на його частку припадає 74,8% резервів, у Німеччині – 70,1%.



Таблиця 16.1

**Країни з найбільшими офіційними запасами золота у 2000-2018 рр.**

Країна	Запаси золота, т				Частка золота в резервах, %			
	2000	2009	2011	2018	2000	2009	2011	2018
США	8 139	8 133	8 134	8 133	54,7	78,9	75,5	74,8
Німеччина	3 469	3 413	3 401	3 370	33,3	70,2	72,6	70,1
Франція	3 025	2 453	2 435	2 436	41,1	74,2	71,0	60,2
Італія	2 452	2 452	2 452	2 452	46,1	66,9	72,2	66,3
Нідерланди	912	612	613	613	45,0	62,0	61,0	65,6
Португалія	607	383	383	383	38,6	90,3	90,5	63,2
ЄЦБ	747	537	502	505	14,0	23,2	31,5	28,1
Великобританія	588	310	310	310	15,1	18,6	16,2	7,4
Швейцарія	2 590	1 040	1 040	1 040	43,3	38,0	14,3	5,4
Росія	423	532	852	2 113	24,6	4,1	8,6	18,5
Китай	395	1 054	1 054	1 853	2,1	1,8	1,7	2,4
Японія	754	765	765	765	2,1	2,2	3,3	2,5
Тайвань	422	424	424	424	3,2	4,0	5,0	3,6
Індія	358	358	558	599	8,2	4,2	9,0	6,2
МВФ	3 217	3 217	2 814	2 814	-	-	-	-
Світ	33 418	29 692	30 922	33 871	-	-	-	-

Джерело: World Gold Council.

Проте в цілому самі обсяги міжнародних резервів в даних країнах невеликі й істотного впливу на стабільність грошово-фінансових систем в даних країнах не справляють. У країнах із значними міжнародними резервами, таких як Японія та Китай, частка золота в запасах невелика. Низка країн, таких як Канада, Норвегія, Нова Зеландія, великі запаси золота, що тримали у минулому, до теперішнього часу вивели їх зі своїх міжнародних резервів практично повністю.

Продажі золота з державних резервів на світовому ринку справляють певний вплив на його стан, хоча в цілому його не можна охарактеризувати як вирішальний. Лише у окремі роки дані продажі можуть робити помітний вплив. Чисте сальдо продажів золота з державних резервів за останні 20 років коливалося від 20 т до 600 т. В середньому в останні роки на продажі золота центральними банками припадало близько 10-15% від всіх постачань золота на світовий ринок.

Загальний обсяг споживання золота в світі комерційним сектором в 2006 році склав 3,41 тис. т, у 2018 році – вже 4,35 тис. т. Після різкого спаду на початку 2000-х рр. попит на золото впродовж останніх років поступово відновлювався. Такі коливання обумовлені значними змінами структури споживання золота в світі (табл. 16.2).

Найбільшим споживачем золота є ювелірна промисловість, на яку припадає понад половина від загального обсягу постачань золота. Цілком імовірно, що зниження споживання золота ювелірною галуззю, яке спостерігалось до 2010 р., стало результатом значного дорожчання його ціни, що різко знизило доступність золотих ювелірних прикрас для кінцевих

споживачів. Середньорічна ціна золота з 2000 по 2008 рік виросла в 3,1 рази – з 279 дол. за унцію до 870 дол., а у 2018 р. піднялася до 1226 дол. за унцію.

Таблиця 16.2

### Структура попиту на золото в 2006-2018 рр.

	Споживання золота, т			
	2006	2008	2010	2018
Ювелірна промисловість	2285	2138	2017	2200
Інші галузі промисловості	460	431	606	335
Інвестиційний попит, у тому числі з боку центральних банків	665	1091	1568	1811
Всього попит на золото	3410	3660	4191	4346
Середня ціна (Лондон), дол. за унцію	603,77	871,96	1224,5	1226,0

Джерело: World Gold Council.

Найбільш значущим чинником, що впливає на динаміку цін на золото, є його використання в інвестиційних цілях. Зростання даного сегменту за останні роки дозволило не тільки компенсувати скорочення попиту з боку ювелірної галузі, але також призвело до стрибка цін на даний вид дорогоцінних металів. З 2000 по 2018 рік обсяг споживання золота в інвестиційних цілях виріс з 166 т до 1811 т, або в майже в 11 разів.

У свою чергу, інвестування в золото ділиться на дві групи. Перша група пов'язана з прямими інвестиціями в золоті вироби – у вигляді злитків, золотих монет, медалей і тому подібне. Друга – з інвестиціями в похідні інструменти на базі золотих цінностей, зокрема, у фінансові папери, вартість яких прив'язана до даного виду дорогоцінного металу (ETF). Так, одним з найбільших золотих фондів, що торгуються в США, є SPDR Gold Trust, величина активів якого складає близько 600 т золота. Вартість акцій фонду прив'язана до вартості 1/10 трійської унції золота.

Інвестиції в золото мають наступні переваги:

- Страхівка від інфляції. Не дивлячись на значні коливання у вартості, золото завжди зберігало свою купівельну спроможність в розрізі тривалих проміжків часу. Так, за період з 1970 по 2000 рік (тобто до початку стрибка цін на золото останніх років), зростання цін на золото перевищило рівень інфляції в США: тоді як споживчі ціни виросли в 4,4 рази, ціни на золото за той же термін збільшилися в 7,7 рази. Останніми роками золото також виступало як інструмент для страхування ризиків знецінення курсу долара по відношенню до інших світових валют, наприклад, до євро. Дорожчання вартості золота відбувалося у всіх основних світових валютах.

- Новий інструмент диверсифікації активів. Якщо у минулому основними компонентами інвестиційних портфельів були акції, облігації і валюта, то останніми роками до них додалися також сировина (насамперед, нафта і похідні інструменти від неї) і дорогоцінні метали (перш за все, золото). У даному відношенні найважливішою перевагою золота є його невисока кореляція з коливаннями вартості решти видів активів. Так, ціни на золото практично ніяк не корелюють з вартістю казначейських облігацій і фондовими індексами американського ринку. Вища кореляція спостерігається зі світовими індексами.

Певна взаємозалежність спостерігається лише з цінами на сировинні товари. Крім того, ціни на золото безпосередньо не корелюють з економічними циклами.

- Нижчі ризики інвестування. Порівняно з інвестуванням в цінні папери (акції і облігації) золото є надійнішим активом з погляду повернення вкладених коштів. На відміну від цінних паперів, по яких існують ризики дефолту, їх різкого знецінення, невиплати купонних ставок тощо, які до того ж схильні до впливу окремо узятих рішень компаній і державних органів, золото, будучи матеріальним транснаціональним активом, позбавлене даних ризиків. При цьому золото має нижчу волатильність порівняно з сировинними товарами. Це пов'язано з тим фактом, що об'єми світової торгівлі золотом невеликі щодо загальних накопичених запасів золота в світі, які, на відміну від сировини, не витрачаються, а акумулюються. Тому навіть у разі «локальних викидів» золота на світовий ринок при його продажах центральними банками різких змін цін на світовому ринку золота, як правило, не відбувається. Дані вливання золота легко поглинаються на ринку. Тим часом, вважається, що чим вища волатильність характерна для певного активу, тим більш ризиковими є інвестиції в нього.

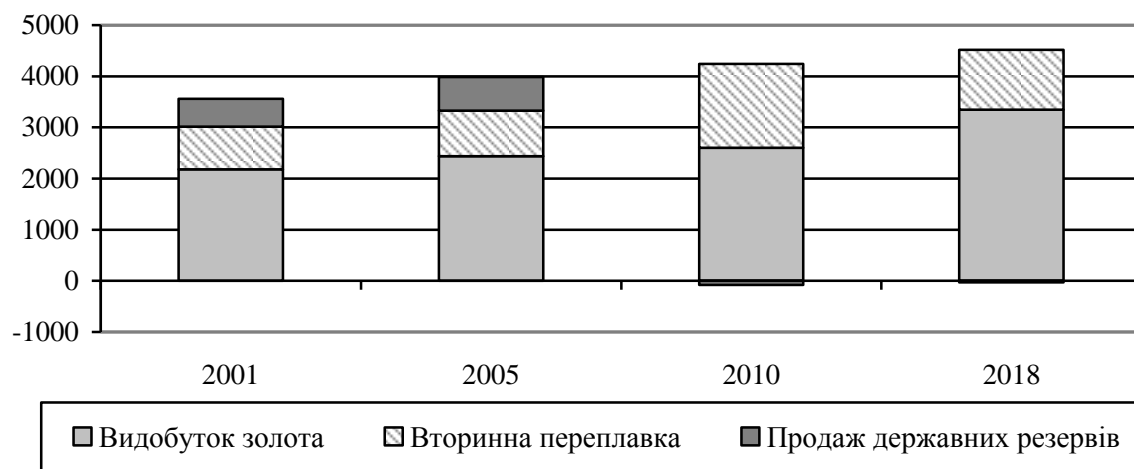
В період кризи 2008-2009 років інвестиції в золото і його ETF різко розширилися. Різке зростання інвестиційного попиту на золото почало спостерігатися з III кварталу 2008 року, коли почалося відчутне зниження світових фондових ринків і різке падіння цін на нафту, що не виправдали надій інвесторів як надійний інструмент диверсифікації активів. Індекс S&P 500 з липня по грудень 2008 року впав на 29%, а ціни на нафту – в 3,6 рази до 39 доларів за барель. При цьому очікувані масштаби грошових інтервенцій в економіку урядами США і низки країн Євросоюзу створили додаткові ризики невизначеності для долара і євро. У такій ситуації золото виступило як найважливіший інструмент диверсифікації портфелів і хеджування ризиків.

Оскільки золото є комерційним товаром, ціни на золото схильні до значних коливань. Тому інвестиції в золото є найбільш ефективними лише в довгостроковому плані. Традиційно в кризові періоди спостерігається зростання цін на золото, услід за чим його вартість коректується. Вже в 1973-1974 роках, тобто після того, як була знята прив'язка курсу долара до золота, а розвинені економіки опинилися перед лицем першої енергетичної кризи, ціни на золото підскочили майже в 3 рази – з 65 дол. за унцію до 180 дол., услід за чим мала місце їх корекція до 110 дол. за унцію у серпні 1976 року. Енергетична криза початку 80-х призвела до стрибка цін на золото до рекордних 660 дол. за унцію у жовтні 1980 року. Потім відбулося повернення цін на золото до рівня 300-400 дол., де вони знаходилися на протязі практично 15 років, знизившись в другій половині 90-х років.

Сьогодні у світі існує більше 50 ринків золота, зокрема: 11 – у Західній Європі, 14 – в Америці, 19 – в Азії, 8 – в Африці. Крім світових ринків функціонують також внутрішні ринки золота, які можуть бути вільними або невольними.

Постачання золота на світовий ринок здійснюються з трьох основних джерел: виробниками золота, переробниками золота і центральними банками. У 2008 році на них припадало відповідно 58,5%, 34,5% і 7% від загального обсягу

постачань. У 2018 р. поставки золота на світовий ринок на 74% склалися з видобутку. Структура постачань нестійка і в значній мірі залежить від цінової ситуації на ринку золота (рис. 16.1).



**Рис. 16.1. Поставки золота на світовий ринок у 2001-2018 рр., тон**

*Джерело:* World Gold Council.

Останніми роками спостерігалася тенденція зниження обсягів продажів золота центральними банками. Якщо в 2005 р. з державних резервів було продано 662 т (або 16,5% від загального обсягу постачань на світовий ринок), то в 2008 р. продажі скоротилися до 246 т, а за підсумками 2009 р. впали ще до 30 т. У 2010 р. та 2018 р. спостерігається вже не продаж, а закупівля золота в офіційні державні резерви. Така динаміка пов'язана з прагненням ряду центральних банків диверсифікувати міжнародні резерви, збільшивши частку золота.

В 2000-і роки значно зросли постачання золота для переплавлення, головною причиною чого стало підвищення цін на даний вид дорогоцінних металів. У деяких країнах, що розвиваються (Індії, Туреччині, Саудівській Аравії) основною причиною активізації продажів ювелірних виробів з метою їх переплавлення стало бажання їх володарів зафіксувати прибутки на тлі високих цін. В той же час, в розвинених країнах споживачі здавали золото, перш за все, з метою отримання коштів, необхідних для покриття боргових зобов'язань в період гострої економічної кризи. Не останню роль зіграла також активізація рекламної діяльності самих організацій, що приймають золото, зацікавлених в покупках золота на тлі збільшеної маржі. При цьому необхідно відзначити, що постачання золота, що вирости, на вторинний ринок зустріли адекватний попит, і обвалу цін не відбулося.

Обсяг світового виробництва золота до 2008 р. мав тенденцію до невеликого зниження, обумовленого, перш за все, скороченням його виробництва у ряді розвинених країн (в середньому в 1,5 рази). В той же час, Китай, а також Росія і Перу нарощували обсяги виробництва. В результаті географія виробників золота за минулі роки зазнала значних змін. Якщо в 1999 році найбільшими виробниками золота були (по убаванню) ПАР, США і Австралія, то в 2008 році – Китай, ПАР і США, а у 2018 р. – Китай, Австралія і Росія (США опинилися на четвертому місці за обсягами виробництва золота).

Основними експортерами золота у 2010 р. були Таїланд з часткою в загальних обсягах експорту 28%, Саудівська Аравія – 19%, Гвінея – 11% світового експорту. Разом ці країни експортували більше 50% золота. Основними імпортерами золота були Індія (18% світового імпорту) та ОАЕ (13%). Достатньо великими імпортерами золота виступали США та Канада. У 2016 р. основними експортерами були азійські країни (37% світового експорту золота) та європейські країни (36%, зокрема, 25% припадає на Швейцарію). Найбільшим імпортером золота стала Швейцарія, частка якої у 2016 р. становила (24% у світовому імпорті золота), також помітну роль у світовому імпорті золота відіграють Китай, Великобританія, Гонконг, Індія.

На відміну від ряду інших видобувних галузей, золотодобувна промисловість має низький рівень монополізації і характеризується високим ступенем конкуренції виробників. Багато компаній мають транснаціональний характер діяльності. Найширше в списку світових виробників представлені компанії з Канади (які контролюють близько чверті світового виробництва золота), а також з ПАР, США, Китаю і Австралії.

### *Світовий ринок срібла*

Срібло виступає другим за значенням дорогоцінним металом після золота. За рік у світі виробляється близько 650 млн. унцій срібла, 200 млн. унцій поступає після вторинної переробки і майже 50 млн. унцій – від продажу приватних осіб.

За своїми масштабами світовий ринок срібла значно поступається ринку золота. Основним споживачем срібла сьогодні є промисловість, на другому місці – споживання з метою виробництва ювелірних прикрас (табл. 16.3).

*Таблиця 16.3*

### **Структура попиту на срібло в 2006-2017 рр.**

	Споживання срібла, млн. унцій				
	2006	2009	2012	2015	2017
Ювелірна промисловість	174,5	176,9	187,4	226,7	209,1
Монети і зливки	50,7	94,9	159,7	292,1	151,1
Виготовлення столових приборів	62,1	53,2	43,8	63,2	58,4
Промисловість	648,9	528,2	600,1	583,2	599,0
<i>Всього попит на срібло</i>	<i>936,3</i>	<i>853,1</i>	<i>990,9</i>	<i>1165,3</i>	<i>1017,6</i>
Середня ціна (Лондон), дол. за унцію	11,55	14,67	31,15	15,68	17,05

*Джерело:* [76, 152]

У державних резервах запаси срібла невеликі, і останніми роками спостерігалася тенденція їх зменшення. Так, Китай і Індія, запаси срібла яких в 2002 році складали по 2700 т, до теперішнього часу основний їх обсяг розпродали на ринку. Якщо в минулі роки продажі срібла з державних резервів робили істотний вплив на ринок (забезпечуючи 10% і більш за пропозицію), то до теперішнього часу державні запаси срібла практично вичерпалися.

В той же час, держава є помітним покупцем срібла з метою його подальшого використання для чеканки медалей і монет. Його великими

покупцями є монетні двори таких країн як США, Австралія, Мексика, Канада. Проте в регулярному обігу срібні монети використовуються лише в єдиній країні світу – Мексиці, де вони мають обіг разом з нікелевими і мідними монетами. У решті країн срібні монети виготовляються в цілях нумізматики і розповсюджуються з премією до номіналу.

За останні роки помітно знизилася також виробництво «столового срібла», що пов'язане, перш за все, з його значним подорожчанням. Проте в ювелірній промисловості, де вага виробу вже не має критичного значення, обсяги споживання срібла залишаються стабільними впродовж багатьох років.

У минулому другим за величиною споживачем срібла була хімічна промисловість, де воно використовується для виробництва фотоплівки. З розвитком цифрової фотографії споживання срібла для даних цілей значно знизилася. Проте фотоплівка як і раніше використовується для створення рентген-знімків (особливо в країнах, що розвиваються), в кіновиробництві, а також у фотографуванні.

Разом із золотом срібло також служить одним з інструментів інвестування коштів, вкладення в який в цілому здійснюються за схожими принципами. У 2008-2010 рр. інвестиційна складова світового ринку срібла і похідних інструментів значно посилилася, що, як і у випадку із золотом, було обумовлено бажанням інвесторів купувати менш ризикові активи (або необхідністю продажу срібла для вирішення фінансових проблем). Загальний обсяг покупок срібла в інвестиційних цілях виріс на 63,4% до 2007 року і склав 2,0 тис. т. У вартісному виразі обсяг інвестицій в срібло у 2007-2008 рр. склав близько 1 млрд. дол. (для порівняння: інвестиції в золото склали 32,5 млрд. дол.). У 2009-2010 рр. інвестиційний попит на срібло продовжував зростати більш високими темпами у зв'язку з підвищенням ціни на цей метал і у 2010 р. досяг 5,5 тис. т. У 2017 р. інвестиції у срібло склали: у фізичному обсязі – 4,8 тис. т, у вартісному – 2,6 млрд. дол.

Структура постачань срібла на світовий ринок залишається відносно стабільною впродовж багатьох років (табл. 16.4).

Таблиця 16.4

### Структура постачань срібла в 2006-2017 рр.

	Пропозиція срібла, млн. унцій				
	2006	2009	2012	2015	2017
Видобуток срібла	643,4	717,3	791,7	895,1	852,1
Продаж офіційних резервів	78,5	15,6	7,4	-	-
Вторинна переплавка	207,1	200,6	253,8	141,1	138,1
Чисте хеджування	-11,6	-17,4	-47,1	7,8	1,4
<i>Всього пропозиція срібла</i>	<i>917,3</i>	<i>916,1</i>	<i>1005,8</i>	<i>1044,0</i>	<i>991,6</i>

Джерело: [76, 152]

Понад 85% від загального обсягу постачань припадає на виробництво первинного срібла, решта поступає на ринок як вторинний (переплавлений) метал. Державні продажі срібла останніми роками звелися до мінімуму і істотного впливу на ринок не здійснюють.

Щорічно у світі видобувається більше 25 тис. т срібла. Найбільшими виробниками срібла є Мексика (23% від світового обсягу виробництва), Перу (17%) і Китай (13%). Крім того, помітне місце серед виробників срібла посідають Австралія, Чилі, Польща, Росія, США, Болівія і Казахстан.

### *Світовий ринок платини*

Традиційно платина вважається за найбільш дорогий дорогоцінний метал. За обсягами інвестицій платина є третім дорогоцінним металом після золота і срібла. На початку 2008 року ціни на платину досягали 2270 дол. за унцію – удвічі більше пікових цін на золото. Проте при цьому ціни на платину є більш волатильними. Це пов'язано з дещо іншою, ніж у золота, структурою споживання платини, більшою мірою орієнтованою на промисловість, насамперед, автомобільну. Як наслідок – глибока криза промисловості США, Японії, а також країн Західної Європи, що спостерігалася в кінці 2008 – на початку 2009 років, у поєднанні з «викидами» великих партій платини на світовий ринок призвела до сильного зниження цін на даний метал. Втім, початок поживлення світової економіки, яке можна спостерігати з середини першого кварталу 2009 року, дозволив цінам частково відновитися. Причиною цього стало як деяке поліпшення ситуації в автомобільній галузі, так і очікування зростання попиту на платину в майбутньому (у міру виходу промисловості на докризовий рівень). Пік ціни на платину в останні роки припадає на 2011 рік, коли ціна досягла рівня 1722 дол. за унцію. У подальшому відбувається зниження ціни на платину, яка у 2017 р. складала 948 дол. за унцію.

Світовий ринок платини в 10 разів поступається світовому ринку золота, проте при цьому по своїх масштабах цілком зіставний з ринком срібла. У абсолютному виразі світовий попит на платину склав в 2017 році 7822 тис. унцій (приблизно 243 т).

Автомобільна промисловість є найбільшим споживачем платини. Посилювання законодавства відносно викидів шкідливих речовин в розвинених країнах привело до зростання попиту на платину, яке відбувалося особливо активно в період з 1999 по 2003 роки. З екологічних міркувань автовиробники почали частіше оснащувати свої автомобілі дизельними фільтрами з високим вмістом платини. В результаті обсяг використовуваної в галузі платини виріс з 50 т в 1999 році до 101 т в 2017 році. Зростання попиту на платину з боку автовиробників пов'язане з відновленням автомобільного сектору після кризового 2009 р.

Другим за масштабами попиту споживачем платини виступає ювелірна промисловість. Зростання попиту з боку автомобільної промисловості виявилось знівельованим таким же різким скороченням попиту на платину в ювелірній галузі. Подорожчання платини призвело до різкого падіння популярності ювелірних прикрас, вироблених з даного виду дорогоцінного металу. Тенденція до зростання використання платини спостерігається в хімічній промисловості і скляному виробництві, тоді як в електронній промисловості обсяги споживання поступово скорочуються.

Щорічно у світі видобувається більше 180 тон платини. Найбільшим виробником цього металу є Південна Африка, на яку у 2017 р. припадало 72% світового видобутку. Помітну частку у світовому виробництві платини займають: Росія (12%), Канада і США (6%).

Світовий ринок платини відрізняється від ринків золота та срібла, оскільки має переважно промислову, а не спекулятивну спрямованість. Мотиви інвестиційного попиту на платину обумовлені як співвідношенням попиту та пропозиції, так і додатковими можливостями інвестування у фонди, що торгуються на біржі.

#### *Світовий ринок паладію*

За своїми масштабами ринок паладію значно поступається іншим дорогоцінним металам. Як і платина, ринок паладію орієнтований, перш за все, на автомобільну промисловість, де у 2017 р. було використано 78% від загального споживання даного виду металу. Загальний попит на паладій у 2017 році склав 10148 тис. унцій (приблизно 315 т.).

Існує зворотний взаємозв'язок між попитом на платину і паладій, який у свою чергу залежить від розвитку технологій в області виробництва автомобільних каталізаторів. Обидва метали неодноразово замінювали один одного як домінуючі у виробництві даного компоненту. Причому якщо у виробництві автомобілів з бензиновими двигунами у минулому різко переважав паладій, то у виробництві дизельних – платина. На початку 2000-х років спостерігалася тенденція активнішого використання платини (точніше – платиново-родієвих сплавів) у виробництві бензинових автомобілів, у зв'язку з чим обсяги споживання паладію в галузі впали з 182,9 т в 1999 році до 94,9 т в 2002 році. Середній рівень цін на паладій при цьому впав з 681 дол. за унцію у 2000 році до 201 дол. у 2003 році. Активне відновлення галузі автомобілебудування у 2010 р. сприяло зростанню попиту на паладій для автокаталізаторів до 170 т. До теперішнього часу попит на паладій поступово відновлюється, що пов'язане з впровадженням нових технологій у виробництві каталізаторів. У 2017 р. попит на паладій з боку автомобільної промисловості склав 245 т.

Рівень цін на паладій до 2008 р. залишався низьким, складаючи лише 270 дол. за унцію. У результаті, якщо в 2000 році паладій був найдорожчим видом дорогоцінного металу, то в 2008 р. він займав проміжну ланку між золотом і платиною з одного боку і сріблом – з іншого. У 2009-2010 рр. у зв'язку зі зростанням попиту на паладій ціни на цей метал почали рости і станом на 2017 р. досягли 869 дол. за унцію.

Окрім автомобільної промисловості паладій застосовується в хімічній і електронній промисловості, в стоматології, а також в ювелірній галузі. Причому у міру зростання цін на золото, срібло і платину популярність прикрас з паладію, ціни на який стали привабливішими, з 2000 по 2005 роки помітно виросла. Обсяг використовуваного ювелірами паладію виріс з 7,3 т в 1999 році до 44,5 т в 2005 році. Проте останніми роками мода на паладієві прикраси знизилася – попит на даний метал склав 8,8 т у 2017 р.



Як і інші види дорогоцінних металів, паладій використовується в інвестиційних цілях, проте інвестиційний попит на нього є досить нестабільним. Зростання інвестиційного попиту на паладій передусім відбувається за рахунок активної закупівлі паладієвих біржових індексних фондів. При цьому практично всі індексні фонди, що працюють з паладієм, зосереджені в Західній Європі (більше 90%).

Щорічний видобуток паладію у світі складає понад 200 тон. Найбільшим постачальником паладію на світовий ринок є Росія, що в останні роки забезпечує 40% його постачань. Іншими великими виробниками паладію є ПАР (38% видобутку), США і Канада (13%).

В цілому, особливості функціонування світового ринку дорогоцінних металів, специфіка формування на ньому попиту, пропозиції і цін пов'язані із подвійним характером споживання цих металів (попит на них формується як з промисловою, так і з інвестиційною цілями). Також стан ринкової кон'юнктури обумовлюється певною конкуренцією між дорогоцінними металами, внаслідок чого вони у окремих випадках можуть виступати відносно один одного як товари-замінники (наприклад, у ювелірній промисловості).

### **Контрольні питання до теми 16**

1. Охарактеризуйте призначення та види дорогоцінних металів.
2. З'ясуйте сутність та охарактеризуйте структуру світового ринку дорогоцінних металів.
3. Назвіть види операцій на світовому ринку дорогоцінних металів.
4. Визначте тенденції розвитку світового ринку золота.
5. Охарактеризуйте особливості розвитку світового ринку срібла.
6. З'ясуйте специфіку функціонування світового ринку платини.
7. Розкрийте особливості функціонування ринку паладію.

## ТЕМА 17. МІЖНАРОДНИЙ РИНОК ПОХІДНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ (ДЕРИВАТИВІВ)

1. Сутність та види похідних фінансових інструментів.
2. Еволюція та структура ринків похідних інструментів.

### 1. Сутність та види похідних фінансових інструментів.

Однією з основних рушійних сил прогресу, без якого неможливий розвиток, в тому числі й механізмів ринкової економіки, є впровадження інновацій. Розвиток фінансового ринку також підпадає під це правило, а інноваціями серед фінансових інструментів є похідні фінансові інструменти або деривативи.

Об'єктами угод на фінансовому ринку є фінансові інструменти, що засвідчують права власності та боргові зобов'язання. Залежно від предмета угоди фінансові інструменти поділяються на первинні та похідні. До первинних фінансових інструментів належать угоди, предметом яких є грошові кошти (або їх еквіваленти), такі, наприклад, як кредиторська і дебіторська заборгованість; векселі; акції; облігації; факторинг, форфейтинг, фінансова оренда; гарантії кредитні лінії; страхові угоди фінансового характеру тощо.

Підвищення ступеню нестабільності світового фінансового середовища призвело до необхідності пошуку ефективних методів страхування фінансових ризиків, що виникають у суб'єктів міжнародних операцій. Мінливість фінансових умов вимагала нових підходів до підвищення конкурентоспроможності і вживання заходів для мінімізації ризиків ринку. В рамках нового підходу набули широкого поширення деривативи або похідні фінансові інструменти. У їх основі лежать інші, простіші фінансові інструменти – акції, облігації, валюта.

**Похідні фінансові інструменти** – це інструменти, механізм випуску й обігу яких пов'язаний з купівлею-продажем певних фінансових чи матеріальних активів, або їх можна визначити як контракти, що укладаються з метою перерозподілу фінансових ризиків і передбачають фіксацію всіх умов проведення в майбутньому певної операції (купівлі, продажу, обміну, емісії) з інструментом, який є предметом угоди.

Таким чином, особливість похідних фінансових паперів полягає в тому, що їх інвестиційна віддача залежить від тих фінансових інструментів, від яких вони походять, тобто їх обіг пов'язаний з обігом базових фінансових активів.

Похідні фінансові інструменти (деривативи) дістали свою назву від англійського терміну «derivative» («похідний»), оскільки їх вартість є похідною від вартості базових інструментів, покладених в основу угоди. Базовим інструментом у подібних контрактах фінансового характеру можуть бути як окремі види первинних фінансових інструментів – грошові кошти в національній та іноземній валютах, цінні папери, фінансові показники у вигляді індексів,

курсів, відсоткових ставок, так і самі деривативи. Предметом похідного контракту можуть виступати не лише фінансові інструменти, але й біржові товари, відповідно до цього розрізняють фінансові і товарні деривативи.

Основа похідних фінансових інструментів становлять ф'ючерсні, форвардні, опціонні угоди та свопи. Оскільки всі вони пов'язані з виконанням певних дій протягом визначеного періоду часу або у визначений момент у майбутньому, їх ще називають строковими контрактами.

Строкові контракти визначаються своїми *специфікаціями* – юридичними документами, в яких обов'язково обумовлюється обсяг базового активу в одному контракті, термін виконання, валюта розрахунку, спосіб виконання (поставка активу чи розрахунки грошовими коштами) та інші характеристики.

У міжнародній практиці найпоширенішими видами деривативів є форвардні та ф'ючерсні контракти, опціони і своп-контракти, а найпопулярнішими видами базових фінансових інструментів – валюта, грошові кошти у формі кредитів і депозитів, цінні папери, фондові індекси.

Розвиток ринку похідних цінних паперів викликаний потребою в нових формах договірних майнових відносин. Глобальний характер міграції капіталів, періодичні коливання валютних курсів і процентних ставок обумовили необхідність введення в обіг термінових цінних паперів, що захищають майнові права власників акцій і облігацій від ризиків. В результаті, починаючи з 60-70 рр. в структурі світового фінансового ринку активно розвивається сегмент торгівлі деривативами.

До похідних інструментів можуть відноситися й інші угоди фінансового характеру, інвестиційні характеристики яких залежать від базового активу (наприклад, інвестиційні сертифікати, що є цінними паперами, емітованими інвестиційним фондом чи інвестиційною компанією, які засвідчують внесення вкладу їх власником в інвестиційний фонд і дають право на отримання доходу у вигляді дивідендів). Метою інвестування в даному випадку є можливість зменшити свої ризики, оскільки за інвестиційним сертифікатом стоїть значна кількість цінних паперів – інвестиційний портфель емітента, яким керують професійні менеджери.

Серед інструментів ринку похідних цінних паперів розрізняють сурогати цінних паперів, що за своєю економічною сутністю є фінансовими інструментами, мають вигляд цінних паперів, але законодавством такими не визнані. До них відносять:

- свідоцтва про депонування акцій – це похідний цінний папір, що засвідчує право власності інвестора-резидента на визначену кількість цінних паперів іноземного емітента, загальний обсяг емісії якого обліковується в іноземній депозитарній установі;

- білети, що дають право на володіння часткою акції;

- житлові сертифікати – боргові зобов'язання фірм, що спеціалізуються на операціях з нерухомістю або на будівництві житла.

До похідних інструментів можуть відноситися й інші угоди фінансового характеру, укладені на строк, наприклад фондові варанти, які можна розглядати як різновид опціону на купівлю, що випускається емітентом разом із власними

привілейованими акціями чи облігаціями та надає його власникові право на придбання простих акцій чи облігацій даного емітента протягом певного періоду на заздалегідь узгоджених умовах. Варанти, як правило, емітуються в пакеті з базовими цінними паперами. Згідно з вітчизняними нормативними актами, варанти можуть випускатися лише відкритими акціонерними товариствами і тільки в документарній формі.

Отже, деривативи є угодами, які укладаються на визначений строк, і саме в цьому полягає їх зміст і призначення. Формально період від дати укладання угоди до дати її виконання, який називають форвардним, має становити понад два робочі дні, але на практиці він триває, як правило, не менше місяця.

При укладанні строкової угоди, крім ціни базового інструменту, фіксуються також й інші умови проведення майбутньої операції, такі як сума і дата угоди, механізм здійснення взаєморозрахунків, розмір комісійної винагороди (для контрактів, де це передбачено), взаємні зобов'язання сторін. Фактичний обмін базовими інструментами на дату закінчення дії строкових контрактів необов'язковий і в більшості угод використовується так звана умовна сума, на якій лише ґрунтуються розрахунки майбутніх виплат за курсовими різницями, відсотковими платежами, валютними курсами, фондовими індексами.

## **2. Еволюція та структура ринків похідних інструментів.**

Деривативи не є звичним товаром, але їх вартість є «похідною» від інших ринкових інструментів: від процентних ставок до урядових облігацій, валют і кредитів. Хоча деякі біржі допускають торгівлю деривативами на своїх майданчиках, дедалі більшого поширення набуває позабіржова торгівля деривативами (*over-the-counter derivatives*). Прикладом такої системи є система Londex. Як серйозний конкурент для неї створена система Swapswire, серед засновників якої разом із найбільшими американськими інвестиційними компаніями виступили європейські партнери: німецький Deutsche Bank, швейцарські UBS Warburg і CS First Boston, а також французький BNP Paribas. У межах цієї системи Лондонська клірингова палата (London Clearing House) буде діяти як центральний контрагент у процесі торгівлі на таких майданчиках, як Міжнародна біржа фінансових ф'ючерсів (International Financial Futures Exchange-Liffe), Лондонська біржа металів (London Metal Exchange) і Міжнародна нафтова біржа (International Petroleum Exchange). Можливо, що до сфери її діяльності будуть включені розрахункові системи Euronext і Tradepoint, а також французькі ринки ф'ючерсів (Marif) і опціонів (Moner).

За економічним змістом *ринок похідних фінансових інструментів* – це сукупність економічних відносин щодо перерозподілу ризиків, які виникають у процесі обміну фінансовими інструментами чи товарами.

Призначення та основна функція строкового ринку полягає у формуванні механізмів хеджування (мінімізації) цінних ризиків. Як довела практика, з розширенням ринків потреба у зниженні ризиків, а отже, проведенні операцій з деривативами значно зростає. В цілому процедура трансферту ризиків через

деривативи дозволяє згладжувати ризики, внаслідок чого підвищується ефективність фінансової та виробничої діяльності суб'єктів ринкових відносин.

Водночас з виникненням біржової форми торгівлі похідними фінансовими інструментами створюються сприятливі умови для проведення операцій спекулятивного характеру. На ф'ючерсних біржах доступність для всіх бажаючих розглядається як основне правило організації діяльності та запорука високої ліквідності і життєздатності біржових контрактів. Такий підхід дозволяє значно розширити коло учасників, якими можуть бути не лише юридичні особи – банки, корпорації, інвестиційні фонди, страхові компанії, пенсійні фонди, але й фізичні особи. Звичайно, організація біржової форми торгівлі значно спрощує проведення операцій спекулятивного характеру, дозволяючи укладати угоди в значних обсягах у будь-який час. На практиці багато учасників одночасно здійснюють обидва типи операцій (хеджування та спекуляція).

Отже, в сучасних умовах деривативи виконують в економічній системі дві важливі функції, створюючи, з одного боку, механізми для проведення операцій хеджування цінкових ризиків, а з іншого, дозволяючи біржовим спекулянтам гарантувати свої прогнози і здійснювати спекулятивні операції з метою отримання доходу від різниці в цінах. Відповідно до цього всіх учасників (залежно від мети, з якою вони відкривають свої позиції на ринку деривативів) розподіляють на дві групи: хеджерів і спекулянтів (трейдерів, торговців).

*Хеджер* – це учасник ринку, який проводить операції з деривативами з метою зниження (уникнення) цінкового ризику, пов'язаного з володінням базовими інструментами.

Зміст діяльності *спекулянтів* у найширшому розумінні можна визначити як формування певних очікувань на основі прогнозування майбутнього та використання їх для одержання прибутку від різниці в ціні купівлі та продажу фінансових інструментів чи товарів.

На строковому ринку спекулянти приймають на себе ризик хеджерів, тобто ризик зміни ціни базового інструменту протягом форвардного періоду, в надії на те, що сформовані ними очікування виявляться правильними, і це дозволить отримати прибутки. Такі прогнози не завжди втілюються у реальну дійсність, а тому спекулянти можуть не лише вигравати, але й програвати, що на практиці трапляється не так вже й рідко. Отже, прибутки спекулянтів за економічним змістом правомірно розглядати як винагороду за прийнятий ризик. І хоча строкові угоди теоретично можуть укладатися між двома хеджерами з полярними позиціями, але на практиці така відповідність є скоріше винятком. Розрив між попитом і пропозицією, створеними хеджерами, можуть усунути тільки спекулянти, а тому ефективна діяльність строкового ринку без їх участі стає досить проблематичною. Тож для ефективної роботи строкових ринків необхідні і хеджери, і спекулянти, адже останні забезпечують ринку високу ліквідність, створюючи хеджерам умови для вільної купівлі чи продажу деривативів у великих кількостях у будь-який час.

Крім того, спекулянти на строковому ринку виконують інформаційну функцію щодо майбутньої динаміки цін. Це пояснюється тим, що спекулятивні

позиції відкриваються з огляду на певні очікування, які, в свою чергу, формуються в результаті збирання та комплексного аналізу всієї доступної інформації, такої як дані про обсяги виробництва, урядові звіти, платіжні баланси країн, норми споживання, динаміка ринкових цін та ін. Використання різноманітних сучасних способів прогнозування ринкових цін дозволяє спекулянтам отримувати достатньо надійні прогнози (в протилежному разі спекулянт змушений буде залишити ринок, оскільки він не матиме джерел поповнення своїх ресурсів), якими можуть скористатися інші учасники ринку, аналізуючи відкриті спекулятивні позиції. Таким чином, прибутки спекулянтів можна трактувати і як винагороду за успішне прогнозування.

Більшість сучасних учених, які предметно досліджують макроекономічні аспекти функціонування ринку деривативів і роль кожної групи його учасників, погоджуються щодо позитивної ролі спекулянтів у цьому процесі, хоча в суспільстві в цілому спектр поглядів на спекуляцію варіюється досить широко. Як показує практика, у свідомості більшості суб'єктів господарської діяльності строкові операції пов'язуються насамперед спекулятивними мотивами.

Строковий ринок є надбудовою над спотовим (ринком реального товару) і тому значною мірою повторює його структуру, поділяючись за способом розміщення та обігу похідних інструментів на первинний і вторинний, а за формою організації – на біржовий і позабіржовий. Особливість строкової торгівлі полягає в тому, що біржі слугують одночасно і первинним, і вторинним ринком. За такого способу організації можливості швидкого розширення або зменшення обсягів торгівлі практично необмежені.

Строкові ринки розвинутих країн пройшли тривалий процес еволюційного розвитку. Історично зародження строкової торгівлі пов'язане з появою її позабіржової форми – форвардних контрактів, які ще близько 400 років тому укладались як угоди про продаж майбутнього врожаю, хоча деякі спеціалісти, що досліджують питання фондового ринку вважають, що прообрази біржової форми торгівлі з поставкою товару в майбутньому були започатковані ще в Японії в I столітті до н.е., а також в Стародавній Греції та Римі, де законодавче встановлювались дати загальних зібрань торговців, на яких вперше був розроблений механізм продажу товарів з відстроченою на майбутнє поставкою та кінцевою оплатою. Біржова форма торгівлі в країнах Заходу стала продуктом еволюції від форвардних угод з реальними активами (товарами) до фінансових ф'ючерсних контрактів.

У середні віки товарні біржі успішно функціонували в багатьох містах Європи: в Антверпені (1531 р.), Ліоні (1549 р.), Тулузі (1549 р.), Лондоні (1556 р.), Амстердамі (1608 р.), причому угоди часто укладались за зразками товару, який мав згодом надійти. В момент укладання угоди на біржі визначалась і погоджувалась ціна товару, що дозволяло уникати можливих цінових змін на момент реальної поставки. Згодом на біржах була проведена стандартизація товарів, тобто впроваджено середні норми їх якості, що дало змогу не поставляти товарів на самі торги і сприяло запровадженню ф'ючерсних угод.

На території сучасної України першими виникли Одеська (1796 р.) і Кременчуцька (1834 р.) біржі, а наприкінці XIX ст. в Російській імперії налічувалося 114 бірж, де набули значної популярності ф'ючерсні контракти, предметом яких були здебільшого сільськогосподарські продукти, зокрема зерно. Строкові угоди фінансового характеру до Першої світової війни були заборонені, лише у 1913 р. законодавче затвердження ф'ючерсних угод започаткувало їх активне впровадження в біржову практику Росії.

У формі, близькій до сучасної, вперше організована торгівля строковими контрактами відбулася в США в 1751 р. на Нью-Йоркській продовольчій біржі, а перша строкова біржа – Чиказька торгова палата, де проводились торги ф'ючерсними контрактами на сільськогосподарську продукцію, - була відкрита в 1848 р. Поява цієї біржі сприяла формуванню інфраструктури ринку, в тому числі й строкового, і відіграла вирішальну роль у становленні ф'ючерсної торгівлі. Поступово біржі з товарообмінного інституту перетворилися на інститут фінансовий.

Понад 200 років строковий ринок розвивався як товарний і тільки в 1972 р. в Чикаго була організована перша біржа фінансових ф'ючерсів. Починаючи з цього моменту світовий ринок фінансових деривативів почав стрімко і динамічно розвиватися, пропонуючи нові види похідних інструментів і вдосконалюючи внутрішню інфраструктуру.

Загально визнано, що біржова торгівля ф'ючерсними контрактами стала одним з найуспішніших нововведень на фінансових ринках за останні десятиріччя. У 1979 р. виникла Нью-Йоркська ф'ючерсна біржа, а в 1982 р. - Лондонська міжнародна біржа фінансових ф'ючерсів. Згодом ці біржі перетворились на провідні центри строкової торгівлі світу. Таким чином, наприкінці XX століття торгівля строковими фінансовими контрактами, перетворилося на явище міжнародного масштабу.

У вітчизняній практиці на фінансовому ринку більш широкого застосування здобули операції з первинними фінансовими інструментами, їх можна назвати традиційними для українського фінансового ринку. На відміну від них застосування в українській практиці похідних фінансових інструментів є відносно новим видом діяльності.

Серед сучасних тенденцій розвитку організованих ринків деривативів відзначається встановлення зв'язків між біржами, які працюють у різних частинах світу та різних часових поясах. Перший такий зв'язок був встановлений кілька років тому між Сінгапурською міжнародною грошовою біржею і Міжнародним валютним ринком, де торгують однаковими ф'ючерсними контрактами на євродолари та валюту. В результаті укладеної між біржами угоди за взаємною згодою сторін контракти, відкриті на одній з цих бірж, можуть бути закриті на іншій.

Створення глобальної мережі ф'ючерсних бірж і встановлення зв'язків між ними дозволяє здійснювати торгівлю деривативами цілодобово. Це полегшує доступ на біржі, оскільки учасники одержують можливість регулювати свої позиції навіть після закінчення робочого дня на окремих біржах. Крім того, трейдери, які мають відкриті позиції на одній біржі, можуть

урівноважити їх позиціями на іншій біржі. Ці процеси глобалізації та інтеграції призводять до того, що події економічного чи політичного порядку, які відбуваються в одній частині світу, безпосередньо впливають на кон'юнктуру фінансових ринків в інших частинах світу.

### **Контрольні питання до теми 17**

1. Охарактеризуйте сутність та передумови розвитку світового ринку похідних фінансових інструментів.
2. Назвіть види похідних фінансових інструментів та базові активи, які можуть знаходитися в основі деривативів.
3. Охарактеризуйте еволюцію ринків похідних інструментів.
4. Розкрийте закономірності функціонування світового ринку фінансових деривативів.
5. Охарактеризуйте сучасні тенденції розвитку біржового та позабіржового сегментів світового ринку похідних інструментів.

### **ПРАКТИЧНІ ЗАВДАННЯ ТА ПРОБЛЕМНІ СИТУАЦІЇ ДО РОЗДІЛУ 4**

1. Охарактеризувати основні базові процентні ставки, що використовуються на світових кредитних ринках при формуванні плаваючої ставки (LIBOR, LIBID, EURIBOR, SIBOR, NIBOR, EONIA). Розкрити механізм визначення рівня базових ставок. Дослідити динаміку базових ставок, визначити чинники, що її обумовлюють.

2. Пояснити, що означає термін «сек'юритизація кредитних операцій». Порівняти розвиток процесів сек'юритизації на ринках позикового капіталу розвинених країн та країн, що розвиваються. Пояснити виявлені відмінності в динаміці зазначених процесів в цих двох групах країн.

3. На основі аналізу структури операцій з цінними паперами на фондовому ринку України (користуючись офіційними даними Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку) визначити, які сегменти фондового ринку України є більш розвиненими, а які знаходяться на стадії становлення. Пояснити, яку роль відіграють державні облігації на фондовому ринку та в національній економіці в цілому.

4. Порівняти динаміку цін на золото, срібло, платину та паладій на світових ринках. Якими чинниками визначається рівень цін на дорогоцінні метали? Який існує взаємозв'язок між динамікою курсів світових валют та динамікою цін на дорогоцінні метали?



5. Які нормативно-правові акти регламентують здійснення операцій з фінансовими деривативами в Україні? Охарактеризувати етапи становлення ринку похідних фінансових інструментів. Які чинники стримують розвиток цього сегменту вітчизняного фінансового ринку?

6. На основі оцінки рівня розвиненості фінансового ринку України за критеріями, що використовують Всесвітній економічний форум та Міжнародний інститут розвитку менеджменту, визначити, які показники стану фінансового ринку обумовлюють його низьку конкурентоспроможність. Які можна запропонувати заходи щодо підвищення рівня конкурентоспроможності національного фінансового ринку?

## **РОЗДІЛ 5. ТРАНСНАЦІОНАЛЬНІ КОМПАНІЇ ТА ТРАНСНАЦІОНАЛЬНІ БАНКИ В СИСТЕМІ МІЖНАРОДНИХ ФІНАНСІВ**

### **ТЕМА 18. ФІНАНСИ ТРАНСНАЦІОНАЛЬНИХ КОМПАНІЙ**

- 1. Форми короткострокового та довгострокового фінансування ТНК.**
- 2. Глобальне управління грошовими потоками.**

#### **1. Форми короткострокового та довгострокового фінансування ТНК.**

Важливою складовою світової фінансової системи є фінанси транснаціональних корпорацій. Знання про дану складову допомагають зрозуміти функціонування сучасних світових фінансів. Фінанси ТНК тісно пов'язані з іншими складовими світових фінансів і певним чином впливають на їх розвиток. ТНК у своїй фінансовій діяльності використовують усі інструменти, що обертаються на всіх сегментах світового фінансового ринку. Обслуговування діяльності ТНК банками на міжнародних фінансових ринках є одним із головних джерел отримання ними прибутків.

**Фінанси ТНК** – це система грошових відносин, що виникають у процесі господарської діяльності міжнародних компаній і необхідних для формування і використання капіталу, доходів і грошових фондів.

Наголос у сучасних фінансах ТНК робиться на пошуки шляхів ефективного використання ресурсів та на інвестування коштів в активи чи проекти, що приносять високі доходи за найменшого ризику. На сучасному етапі більше уваги приділяється: визначенню ефективних співвідношень між фінансуванням бізнесу за допомогою позик і продажем цінних паперів; проведенню оптимальної дивідендної політики; довгостроковому плануванню; використанні нових фінансових важелів; розумінню механізму міжнародних фінансів.

Фінансування міжнародної фірми залежно від цілей поділяється на короткострокове та довгострокове (рис. 18.1).

Цілями *короткострокового фінансування* фірми є поповнення обігового капіталу, виконання поточних зобов'язань. Завданнями менеджера в сфері залучення короткострокового капіталу є управління готівкою, управління матеріально-технічними запасами тощо.

Метою *середньо- та довгострокового фінансування* ТНК є отримання грошових коштів для фінансування довгострокових інвестиційних та інших проектів, формування доходного довгострокового портфеля цінних паперів.

Джерела короткострокового фінансування ТНК поділяються на внутрішні та зовнішні.

Формами *внутрішнього короткострокового фінансування* підрозділів ТНК є самофінансування та внутрішньофірмові кредити.



**Рис. 18.1. Класифікація джерел фінансування ТНК**

Внутрішньофірмове короткострокове фінансування представляє собою взаємне надання валютних позик різним підрозділам компанії, а також надання інвалютних кредитів материнською фірмою дочірнім компаніям і навпаки.

Міжнародний фінансовий менеджер повинен оцінити можливість та прийнятність одного з варіантів короткострокового фінансування (прямого фірмового кредиту, компенсаційного або паралельного кредиту). Цей вид фінансування є найбільш дешевим для фірми, однак кожна схема має свої переваги та недоліки.

*1) Пряме міжнародне внутрішньофірмове фінансування.*

Головна компанія безпосередньо надає тимчасово вільні грошові кошти дочірній фірмі. Кредит оформлюється простим векселем і надається за процентною ставкою, близькою до ринкової або дещо нижчою за неї.

Перевагою схеми прямого внутрішньофірмового фінансування є простота оформлення та проведення.

Недоліками прямого внутрішньофірмового фінансування є наступні:

- Значні валютно-курсові ризики.
- Ризик блокування валютних коштів за кордоном.
- Схема може бути не вигідною з точки зору податкового планування [113].

### *2) Компенсаційний внутрішньофірмовий кредит.*

В цьому випадку материнська компанія розміщує цільові фонди на строковий депозит у банку своєї країни за умови передачі цих коштів іноземній дочірній компанії. Банк використовує свою філію за кордоном для перекредитування отриманих від головної компанії грошей дочірній компанії в іншій країні. Переваги компенсаційного внутрішньофірмового кредиту полягають у наступному:

- Захист фірми від ризику несприятливої зміни валютного курсу.
- Звільнення заблокованих коштів і обхід валютних обмежень.
- Можливість отримання більш дешевих коштів для фінансування підрозділів, що знаходяться в країнах з високою ставкою процента і недостатнім ринком кредитних ресурсів.

Недоліком цієї форми фінансування є необхідність обслуговуватися у такому банку, який має філію в країні базування дочірньої компанії ТНК і високий кредитний рейтинг.

### *3) Паралельний внутрішньофірмовий кредит.*

За цієї форми фінансування материнські компанії двох ТНК, що знаходяться в різних країнах, надають кредити дочірнім компаніям у валюті своєї країни на певний термін. Всі угоди проводяться поза межами міжнародного валютного ринку.

Переваги паралельного внутрішньофірмового кредиту:

- Запобігання валютним ризикам.
- Національне законодавство країн не протидіє такому фінансуванню.
- Обхід обмежень з валютного контролю.
- Репатріація блокованих фондів.
- Можливе отримання інвалютного фінансування за привабливою процентною ставкою.

Недоліки паралельного внутрішньофірмового кредиту зводяться до наступного:

- Труднощі у знаходженні контрагента, що задовольняє вимогам.
- Високі кредитні ризики, оскільки погашення заборгованості оформлюється двома незв'язаними кредитними угодами.

### ***Спонтанні джерела фінансування ТНК.***

До спонтанних джерел фінансування ТНК відноситься урядове фінансування та торговий кредит.

Торговий кредит (рахунки до сплати) як джерело фінансування виникає у вигляді кредиторської заборгованості перед постачальниками виробничих ресурсів. Чим більш тривалим є період погашення кредиторської заборгованості і більшим є обсяг реалізації закупок, тим більш значним є додаткове фінансування для компанії.

Перевагами торгового кредиту є наступні:

- він завжди може бути наданий, оскільки кредитори розраховують на продовження ділових відносин;
- його сума не може розглядатися як застава майнова вартість;
- проценти не нараховуються (або нараховуються мінімальні);

- існує можливість продовження терміну заборгованості.

Разом із тим, торговий кредит має наступні недоліки:

- подовження терміну кредиту чи саме його отримання часто виявляється проблематичним або через його неефективність для продавця, або через ненадійність оплати поставки, здійсненої на умовах відкритого рахунку або інкасо, в силу низької платоспроможності покупця;

- у випадку, якщо фірма постійно подовжує терміни кредиторської заборгованості, їй буде відмовлено у наданні грошових знижок і рейтинг її кредитоспроможності помітно знизиться.

Урядове фінансування представляє для ТНК особливий інтерес, оскільки є найбільш дешевим. Для цього компанія повинна прийняти участь у реалізації державної програми. Фінансові ресурси з цього джерела надаються під процент, що є значно нижчим за середньоринковий.

### ***Зовнішнє фінансування ТНК.***

Найбільш розповсюдженим джерелом зовнішнього фінансування діяльності ТНК є отримання банківських кредитів та операції на фондовому ринку.

Формами банківського фінансування ТНК є:

1) Кредитна лінія – договір між банком та його клієнтом, що містить зобов'язання банку надати клієнту деяку суму до певного ліміту протягом певного терміну. Кредитна лінія відкривається під регулярне використання. Відкриваються обумовлені/зв'язані кредитні лінії (на обумовлені цілі) та необумовлені (на будь-які цілі).

2) Револьверний кредит – кредитні лінії, що поновлюються протягом тривалого періоду. Раніше відкрита фірмі кредитна лінія пролонгується на фіксований термін (зазвичай, на рік), якщо фінансове становище позичальника не змінюється. При цьому уточнюється розмір кредитної лінії, процентна ставка та інші параметри кредиту. Револьверний кредит, як правило, є забезпеченим, тобто банк вимагає внесення позичальником застави.

3) Термінова позика – прямий, незабезпечений кредит на строк не більше 90 днів, який зазвичай оформлюється у вигляді простого векселя, підписаного позичальником. Грошові кошти надаються у повній сумі і повертаються з процентами у повній сумі позики одночасно.

4) Овердрафт – допущення дебетового залишку на рахунку клієнта. Овердрафт розглядається як особлива форма позики клієнту, яка має бути погашена у короткі терміни і за процентною ставкою, що перевищує середньоринкову.

За видами валют виділяють наступні види банківського фінансування:

1. Національне фінансування – отримання кредиту від національного банку в національній валюті.

2. Іноземне фінансування – отримання кредиту від іноземного банку в національній валюті.

3. Євровалютне (офшорне) фінансування – отримання фінансування від іноземного банку в його валюті або у валюті третьої країни.

При фінансуванні великих проектів використовуються синдиковані позики, коли банки об'єднують ресурси для кредитування великого корпоративного позичальника.

#### *Фінансування з використанням ринку цінних паперів.*

Короткострокове фінансування ТНК за допомогою інструментів ринку цінних паперів (грошового ринку) включає випуск комерційних паперів, що представляють собою прості векселі. Цей спосіб фінансування доступний лише для великих компаній, що мають високий кредитний рейтинг, який присвоюється найбільшими рейтинговими агенціями.

Прості векселі, що емітуються ТНК, є незабезпеченими. Термін їх обігу – 14 – 207 днів (найчастіше – 30-90 днів). Номінал векселя є достатньо високим (від 100 тис. дол.).

Види комерційних цінних паперів ТНК:

1. Іноземні комерційні папери, деноміновані у валюті країни розміщення.
2. Євровалютні комерційні цінні папери випускаються у обіг поза країною, у валюті якої вони деноміновані.
3. Євроноти також випускаються у обіг поза країною, у валюті якої вони деноміновані.

Різниця між євронотами та єврокомерційними цінними паперами полягає в наступному:

- Випуск євронот підтримується банківською кредитною лінією.
- Випуск євронот гарантовано розміщується за обумовленою ціною.
- Термін обігу євронот є більш тривалим, для них існує розвинений вторинний ринок, можливим є присутність на ринку непершокласних позичальників.

Позитивним моментом емісії комерційних паперів є те, що процентна ставка, як правило, є нижчою, ніж ставка за першокласними кредитами.

#### *Довгострокове фінансування міжнародної фірми.*

Внутрішні джерела довгострокового фінансування ТНК – накопичені нетто-грошові потоки (net cash flows), що виникають при здійсненні міжнародних операцій. Основою нетто-грошових потоків є нерозподілений прибуток і накопичена амортизація. Завданням фінансового менеджера міжнародної компанії є збільшення вартості капіталу акціонерів. Тому чистий грошовий потік компанії має постійно зростати.

Види довгострокового фінансування:

- від інвесторів (через купівлю акцій).
- від кредиторів (у формі банківського кредиту або купівлі довгострокових цінних паперів – облігацій, зокрема, єврооблігацій).

В залежності від типу взаємовідносин між резидентами та нерезидентами і валюти, що надається, довгострокове фінансування розділяється на іноземне і євровалютне. Останнім часом ТНК надають перевагу довгостроковому фінансуванню за допомогою емісії цінних паперів та їх розміщення на іноземних та євровалютних ринках.

Традиційно найбільші ринки іноземних облігацій знаходяться у США і Швейцарії; іноземне облігаційне фінансування активно використовується в

Японії і Люксембурзі. Найчастіше доступ іноземних компаній до місцевого ринку капіталу обмежено. Зокрема, існують урядові рестрикції відносно термінів, сум і цілей використання позик, що отримують іноземні фірми. Отриманий капітал може бути обмежений лише локальним використанням через впровадження валютного контролю.

Єврооблігаційне фінансування є альтернативним способом залучення коштів на тривалі терміни. Довгострокове фінансування також може бути отримано за допомогою емісії євроакцій.

## **2. Глобальне управління грошовими потоками.**

Перед ТНК стоять питання, вирішення яких стосується фінансових потоків як у межах систем окремих платежів певних країн, так і між країнами. Система ТНК накопичує значний обсяг грошових вимог у формі внутрішніх потоків коштів. Для забезпечення оптимального розподілу ресурсів і їх мобільного переведення з однієї країни в іншу міжнародні корпорації використовують міжнародну систему управління готівкою (international cash management). Її сутність полягає в тому, що ТНК організують внутрішньофірмові грошові потоки таким чином, щоб максимально знизити податки, втрати від неналежної кон'юнктури, сильної інфляції, зниження курсу валюти.

Управління потоками грошової готівки тісно пов'язане з визначенням потреб системи та її підрозділів у готівці, вибором методів централізації готівки оптимальним використанням готівкових коштів. Глобальне управління грошовою готівкою ускладнюється державними обмеженнями на переміщення фінансових коштів, різницею між темпами інфляції та коливаннями валютних курсів. Готівкою у даному разі вважаються не тільки готівкові кошти, що містяться у касі фірми, а всі оборотні активи, що утворюються унаслідок різниці між поточними активами (кошти на рахунку, цінні папери, що можна реалізувати за першою вимогою ринку і які мають строк повернення протягом одного року) та поточними пасивами (короткострокові зобов'язання фірми, строк виконання до одного року).

ТНК спрямовує кошти дочірнім підприємствам компанії, які їх потребують із загального фонду системи, якщо це не загрожує зайвим валютним ризиком. Регіональний ризик можна знизити завдяки отриманню позик у місцевих банках, навіть якщо це передбачає надмірні витрати. Фірма може намагатися мінімізувати розмір своїх світових податкових платежів, які обмежують перекази прибутку від однієї одиниці системи до іншої за умови існування низьких податкових ставок.

Канали переміщення коштів в рамках міжнародної системи управління готівкою включають:

- прямий переказ капіталу;
- сплата дивідендів;
- сплата процентів і нагород;
- платня за послуги (управлінські, науково-дослідні тощо);
- платня за ліцензії;

- кошти, отримані у результаті стратегії встановлення трансфертних цін;
- внутрішньофірмові кредити;
- внутрішньофірмове страхування.

Як правило, використання першого каналу – прямого переведення капіталу – пов'язане з відкриттям зарубіжної філії або поглинанням вже існуючої компанії, тобто з реалізацією великого проекту. Використання інших каналів переміщення коштів в рамках ТНК пов'язане з реалізацією прихованих цілей – ухилення від сплати податків, обхід бар'єрів та обмежень (наприклад, при вивозі прибутків з країн, що розвиваються), субсидування зарубіжних дочірніх компаній тощо.

Різні підрозділи міжнародної компанії здійснюють взаємні поставки товарів, сировини і компонентів, які супроводжуються внутрішньофірмовими (міжфіліальними) платежами. Витрати здійснення таких платежів оцінюються в 0,25-1,5% від суми переказу фондів. Вони включають:

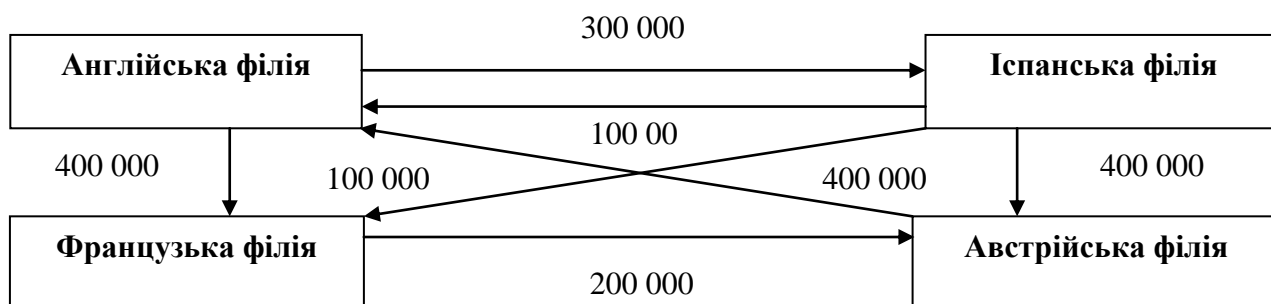
- а) витрати на покупку інвалюти (форексний спред);
- б) альтернативну вартість грошей у той час, поки вони знаходяться в транзиті;
- в) інші операційні витрати (наприклад, комісійні за переказ, що сплачуються банку).

Фірма мінімізує обсяг внутрішньофірмових переказів фондів, насамперед, за допомогою нетингу міжфіліальних платежів. В цьому випадку платежі між підрозділами проводяться по бухгалтерській звітності в звичайному порядку, проте реально переводяться лише нетто-суми.

*Неттинг* (netting) – сальдування всіх вхідних та вихідних грошових потоків підрозділів ТНК, що знаходяться в різних країнах.

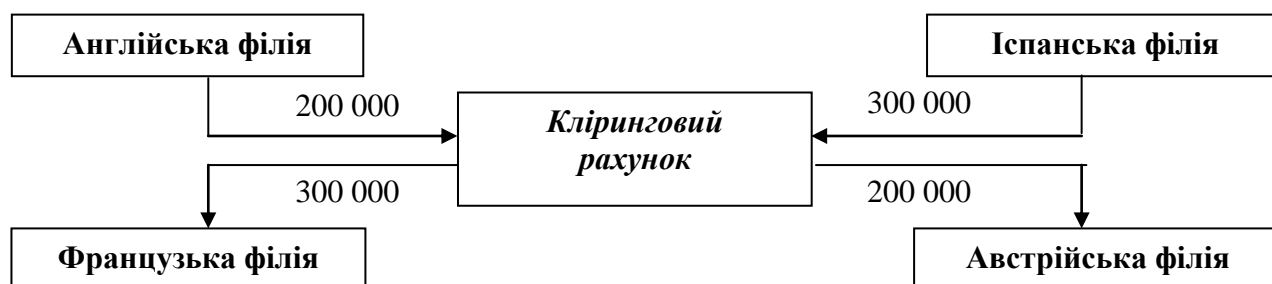
Наприклад, підрозділ А продає товари на 5 млн. дол. підрозділу В, а останній продає першому товари на 7 млн. дол. На нетто-базис підрозділ А переведе лише 2 млн. дол. на рахунок підрозділу В.

Фірми з складнішою структурою внутрішніх продажів використовують багатобічний неттинг. Якщо компанія має великий обсяг внутрішньофірмових операцій, то прибутки від використання багатобічного неттингу можуть перевищити витрати на організацію і підтримку подібної системи (рис. 18.2 і 18.3). При використанні неттингу уся інформація про грошові потоки збирається в депозитарії, де виводиться нетто-позиція кожної філії, кількість операцій при цьому зменшується.



**Рис. 18.2. Операції з руху грошових коштів між філіями ТНК без використання неттингу**





**Рис. 18.3. Операції з руху грошових коштів між філіями ТНК з використанням неттингу**

Джерело: [63, С.154]

Використання неттингу дає міжнародній фірмі наступні переваги:

- зниження валютних ризиків, пов'язаних з міжнародними розрахунками;
- зниження трансакційних витрат.

При оцінці доцільності неттингу для фірми встановлюють економію прямих витрат від його введення. Річна економія витрат по операціях з іноземною валютою і банківських нарахуваннях за перекази оцінюється в середньому в 1,5% на 1 долар, що підлягає неттингу. Потім ці цифри порівнюють з витратами по установці і підтримці неттинг-системи. Так, витрати по інсталяції неттингу оцінюються мінімум в 20 000 дол. Непрямою вигодою від використання неттингу є суворіший контроль, який фірма отримує над своїми потоками фондів. Наприклад, інформація, потрібна для операцій в неттинг-системі, також допомагає фірмі визначати напрями переміщення фондів у відповідь на зміни валютних курсів, процентних і податкових диференціалів. Проте до того як інсталювати систему неттингу платежів, компанія повинна з'ясувати, чи існують обмеження на неттинг. Так, в деяких країнах фірми повинні отримати дозвіл на здійснення неттингу.

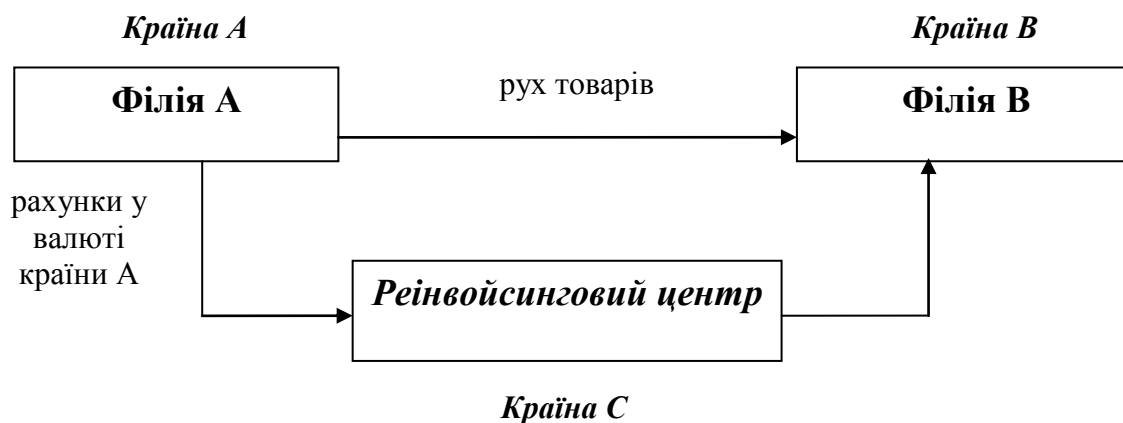
Іншим способом управління валютними ризиками ТНК є створення реінвойсингового центру.

*Реінвойсинговий центр* – це окрема філія ТНК, яка централізує управління всіма валютними ризиками, що виникають під час міжнародної торгівлі між зарубіжними підрозділами ТНК.

Наприклад, філія корпорації, що виробляє товари, продає їх філії, яка займається дистриб'юцією, але продаж відбувається не безпосередньо, а через посередника – реінвойсинговий центр (рис. 18.4).

Таким чином, товари спочатку ніби продаються реінвойсинговому центру (в даному випадку відбувається тільки рух документів, товар залишається на складі), а потім центр перепродує товар філії, що займається дистриб'юцією. Таким чином, центр фактично залучений тільки в документообіг.

Філія-виробник отримує кошти по своїх рахунках в національній валюті, філія-дистриб'ютор купує товар також у валюті своєї країни, а всі питання, пов'язані з перерахунком валют, вирішуються в реінвойсинговому центрі.



**Рис. 18.4. Рейнвойсинговий центр в структурі ТНК**

Корпорація отримує наступні вигоди від створення рейнвойсингового центру:

- управління валютними ризиками при внутрішньокорпоративній торгівлі здійснюються через єдиний центр;
- на базі форвардних курсів центр визначає вартість товару на певну дату, дозволяючи тим самим дочірнім компаніям точно розраховувати свої майбутні витрати, встановлюючи тверді ціни на товар.

Головним недоліком використання рейнвойсингових центрів є витрати, які несе корпорація по їх створенню і утриманню. Перед рейнвойсинговим центром не ставиться завдання отримання прибутку. Витрати на підтримку його діяльності покриваються вигодами від зниження валютних ризиків.

### **Контрольні питання до теми 18**

1. Поясніть, яке значення мають фінансові ресурси для розвитку транснаціональних корпорацій. Назвіть основні джерела короткострокового та довгострокового фінансування ТНК.
2. Охарактеризуйте форми короткострокового фінансування діяльності ТНК. Визначте переваги та недоліки цих форм.
3. Назвіть спонтанні джерела фінансування ТНК, оцініть їх ефективність.
4. Розкрийте зміст та охарактеризуйте форми банківського фінансування ТНК.
5. З'ясуйте джерела внутрішнього довгострокового фінансування ТНК.
6. Охарактеризуйте форми зовнішнього довгострокового фінансування міжнародної фірми.
7. Розкрийте сутність глобального управління грошовими потоками. Охарактеризуйте напрямки роботи ТНК з управління грошовими коштами.
8. Визначте роль нетингу в управлінні грошовими потоками міжнародної фірми.
9. Поясніть призначення рейнвойсингового центру ТНК.

## ТЕМА 19. МІЖНАРОДНА БАНКІВСЬКА СПРАВА

- 1. Інтернаціоналізація банківської діяльності.**
- 2. Монополізація банківського бізнесу. Форми банківських монополій.**
- 3. Сутність та види міжнародних банків.**
- 4. Шляхи виходу комерційних банків на зовнішні ринки.**
- 5. Взаємодія транснаціональних банківських і промислових капіталів.**
- 6. Офшорний банківський бізнес.**

### **1. Інтернаціоналізація банківської діяльності.**

Банки займають в структурі ринкової економіки значне місце, оскільки від їх діяльності залежить ефективність суспільного виробництва. У сучасних умовах розвитку процесів інтернаціоналізації і глобалізації банки стали найважливішими фінансовими посередниками, які забезпечують необхідними ресурсами весь круг учасників зовнішньоекономічних зв'язків.

Характерною особливістю розвитку сучасного світового господарства є активна міжнародна діяльність банків, якій сприяли нові інформаційні технології, а також збільшені масштаби і інтенсивність міжнародних економічних відносин, що, у свою чергу, породило виникнення нових потреб в різноманітних формах банківського обслуговування.

Тривалий час ринки капіталів були класичними національними ринками і обмежувалися рамками тільки національних валют. Інтернаціоналізація виробництва, розвиток світової торгівлі викликали додаткові потреби її фінансування і обслуговування. Збільшений обсяг міжнародних торгових угод призвів і до збільшення грошового обігу.

Поглиблення міжнародного розподілу праці значно різноманітило міжнародні економічні зв'язки, які, у свою чергу, активно впливають на підвищення економічної ефективності виробництва. Зовнішні зв'язки (а сьогодні жодна країна світу не може успішно розвиватися на умовах автаркії), що розширюються, вимагають відповідного розвитку і банківської діяльності. Перехід від Бреттон-Вудської валютної системи до Ямайської, супроводжуваний переходом до системи плаваючих валютних курсів, сприяв активнішій міграції капіталів, що стало могутнім стимулом для розвитку зарубіжної діяльності банків. Зростання міжнародних операцій сприяло зміцненню позицій банку на національному рівні.

Виникнення євrorинків, вільних від систем національного державного регулювання, сприяло інтернаціоналізації банківського бізнесу. Універсалізація банківських операцій, масштаби їх діяльності, швидке реагування на зміну світової кон'юнктури сприяли формуванню і зміцненню транснаціональних банків, їх злиттю і ще більшій монополізації фінансового ринку.

Інтернаціоналізація банківського бізнесу призвела до створення різних банківських об'єднань (синдикатів, трестів і т.п.). Зрощення банківських монополій з монополіями інших сфер економіки, що виходить за національні

межі, призвело до формування міжнародного фінансового капіталу, організаційно оформленого у вигляді транснаціональних промислово-фінансових груп.

Таким чином, активізація міжнародного банківського бізнесу стала закономірним наслідком розвитку зовнішньоекономічної діяльності, інтернаціоналізації господарської практики. З одного боку, зросли масштаби міжнародних економічних відносин, а з іншого – сформувалися умови для здійснення банківського обслуговування в нових формах.

Основними чинниками розвитку інтернаціоналізації банківської діяльності стали:

- збільшена інтенсивність міжнародних економічних відносин;
- процеси лібералізації у валютно-фінансовій сфері;
- виникнення гігантських кредитно-фінансових комплексів.

Структура сучасної банківської системи світового господарства має наступний вигляд:

- I. ТНБ і МНБ.
- II. Міжнародні фінансово-кредитні організації.
- III. Центральні банки країн.
- IV. Комерційні банки.

Основна концентрація ТНБ доводиться на 3 регіони: США, Західну Європу і Південно-Східну Азію (табл. 19.1).

Таблиця 19.1

**Топ-10 найбільших банків світу за розміром активів, 2010 і 2017 рр.**

Рейтинг	Банк	Країна походження	Сума активів, млрд. дол. США
<i>2010 рік</i>			
1	BNP Paribas	Франція	2674,6
2	Deutsche Bank	Німеччина	2551,3
3	HSBC Holdings	Великобританія	2454,7
4	Barclays PLC	Великобританія	2325,7
5	Royal Bank of Scotland	Великобританія	2267,9
6	Bank of America	США	2264,9
7	Mitsubishi UFJ Financial Group	Японія	2158,5
8	JPMorgan Chase	США	2117,6
9	Credit Agricole SA	Франція	2133,0
10	Industrial and Commercial Bank of China	Китай	2040,7
<i>2017 рік</i>			
1	Industrial and Commercial Bank of China	Китай	3473,1
2	China Construction Bank Corporation	Китай	3016,4
3	Agricultural Bank of China	Китай	2815,9
4	Mitsubishi UFJ Financial Group	Японія	2626,3
5	Bank of China	Китай	2611,4
6	JPMorgan Chase	США	2491,0
7	HSBC Holdings	Великобританія	2375,0
8	BNP Paribas	Франція	2189,3
9	Bank of America	США	2187,7
10	Japan Post Bank	Японія	2046,2

Інтернаціоналізація банківської діяльності багато в чому пов'язана з тим, що з самого початку виникнення банківської справи кредитна сфера була однією з найдинамічніших і рухоміших.

Більшість істориків вважає, що професійно організована банківська справа, зокрема грошово-кредитні операції, вперше зустрічаються в античній Греції. Освоєння ж зарубіжних ринків банками має пізнішу історію і відноситься вже до середньовіччя. Ще в XII –XIII століттях генуезькі банкіри мали свої представництва в багатьох країнах Середземномор'я. Виникнення у Флоренції банку Медичі відноситься до 1397 р. Маючи основну базу у Флоренції, відділення банку були розташовані в Римі, Венеції, Мілані, Пізі, Авіньйоні, Лондоні, Женеві, тобто на території нинішніх Італії, Франції, Великобританії, Швейцарії, Бельгії, що додавало банку міжнародний характер. Як правило, кожне відділення було самостійною компанією, в якій контрольний пакет акцій належав сімейству Медичі.

Таким чином, перші прояви інтернаціоналізації банківської діяльності існували ще в доіндустріальну епоху і були пов'язані з розвитком грошового обігу і зміцненням торговельно-економічних відносин. Зародження капіталістичного способу виробництва, його становлення і розвиток сприяли активізації банківської справи і його інтернаціоналізації.

У XIX столітті в Англії, Голландії, Франції розвиваються спеціалізовані банки, які зорієнтовані не тільки на обслуговування торгівлі, але і на освоєння колоній. Серед найвідоміших банків, що оперували в декількох країнах, був «будинок» Ротшильдів. Його відділення були розташовані у Парижі, Лондоні, Відні, Франкфурті, на чолі кожного відділення стояли члени сім'ї. Всі відділення вважалися однією фірмою.

Переростання капіталізму вільної конкуренції в монополістичну стадію, розвиток концентрації і централізації капіталу і виробництва, акціонерних товариств, монополій разом з відносною стабільністю валютної системи світу, відносно вільний режим переміщення товарів і капіталів в сукупності сприяли інтернаціоналізації діяльності банків перш за все розвинених країн - Англії, Франції, Голландії, Бельгії, Німеччини, США. Лідуючі позиції в розвитку міжнародних операцій займала Англія, що знаходиться на першому місці по рівню промислового виробництва і є найбільшою метрополією світу. До початку XX століття в Англії знаходилося 32 банка, що мали 2104 відділень в інших державах.

Подальший розвиток міжнародної діяльності банків відбувався в умовах значного спаду економічної активності в період світової економічної кризи 1929-1933 років, а також помітних змін в світовій валютній системі.

До Першої світової війни інфляція у всіх провідних країнах була порівняно низкою, різких коливань провідних валют, завдяки системі золотого стандарту, не спостерігалось. Ця система мала певні переваги. Золото - рідкісний метал, тому, виступаючи забезпеченням національних валют, воно обмежувало бажання як урядів, так і банків збільшувати масштаби грошового обігу.

Активізація ролі держави в міжвоєнний період, все більше її втручання в сферу грошового обігу, призвели, зрештою, до того, що після Першої світової

війни почали розвиватися інфляційні процеси. Жорсткі обмеження на переказ валюти і капіталів, протекціоністські заходи, введені в багатьох країнах, істотно обмежили діяльність банків.

До Першої світової війни основним фінансовим центром світу був Лондон, відповідно світова валютна стабільність залежала в основному від однієї валюти - фунта стерлінгів. Із збільшенням потужності США конкурентні позиції Великобританії постійно слабшали. Провідними валютними ринками стають Нью-Йорк і Париж.

У перші п'ять років після Першої світової війни діяльність банківських систем багатьох країн була спрямована, в першу чергу, на розв'язання внутрішніх проблем після військового відновлення національних економік. Проте з початку 50-х років в розвитку міжнародної діяльності банків намітилися істотні зміни. Вони були пов'язані, з одного боку, із змінами в політичній карті світу – розпадом колоніальної системи. Країни, колишні колонії, проводили першочергові економічні реформи, у тому разі і в банківській сфері. Як правило, іноземні банки, що діяли на їх території, націоналізувалися або підпадали під жорсткий контроль місцевої влади.

З іншого боку, розвиток інтеграційних процесів в Західній Європі сприяв взаємопроникненню банківських систем. З початку 60-х років ряд національних валют став поступово перетворюватися на єврогроші в тій частині, яка зверталася на світовому ринку. Разом з євродоларом виникли євромарки, єврофранки тощо, тобто авуари, регулювання яких не підкоряється національним системам. На базі євровалютних ресурсів одержала розвиток внаціональна діяльність банків.

В цей період існували відмінності в здійсненні міжнародної діяльності банків в різних країнах. Для банків США був характерним розвиток власної міжнародної мережі в формі зарубіжних відділень. В умовах жорсткої конкуренції американські банки прагнули розширити свою зарубіжну діяльність, у тому числі і з метою зміцнення позицій на внутрішньому ринку.

Для банків Західної Європи і Японії характерна інша побудова банківської системи, тому на національних ринках діяла менша кількість комерційних банків, які концентрували в своїх руках банківський бізнес країни. При цьому між банками існували як відкриті, так і приховані форми взаємопроникнення і співпраці. В період проникнення до Західної Європи американських банків місцеві банки були ще в процесі свого зміцнення і їх діяльність була спрямована, в основному, на освоєння внутрішнього ринку, чому сприяли і інтеграційні процеси в Європі. Тому освоєння зарубіжних ринків банками Західної Європи стало здійснюватися пізніше – з другої половини 60-х років.

У середині 70-х років стало спостерігатися поступове згладжування відмінностей в організації банківського апарату провідних світових економічних центрів - США, Західної Європи і Японії. Екстенсивний шлях освоєння зарубіжних ринків, дякуючи новим технологіям, змінився на інтенсивний, змінюється характер діяльності банків за кордоном. Почали розвиватися коопераційні зв'язки між американськими, європейськими і

японськими банками при збереженні і розвитку власних відділень за кордоном. Завдяки процесам концентрації і централізації, особливо в 60-70-е роки, банки Західної Європи і Японії істотно підвищили свої можливості по створенню могутньої зарубіжної мережі. Зрештою в 70-х роках темп зарубіжної експансії неамериканських банків був значно вище, ніж у банків США. Число іноземних відділень 50 найбільших неамериканських банків збільшилося з 1971 по 1976 рік з 997 до 1847, тобто майже в 2 рази. За цей же період число відділень американських банків збільшилося тільки з 577 до 731, тобто в 1,3 рази, а в 1977 році їх число навіть скоротилося.

Погіршення світової політичної і економічної кон'юнктури в кінці 70-х - на початку 80-х років відобразилося на міжнародній діяльності банків. Посилення тенденції глобалізації, викликані високою мобільністю капіталу, посилює конкуренцію як на національних фінансових ринках, так і на наднаціональних. В результаті цих процесів істотно знизилася вартість фінансових послуг, а отже, і норма прибутку.

В умовах інформаційного суспільства важливим чинником, сприяючим розширенню і прискоренню міжнародних операцій комерційних банків на сучасному етапі, стає розвиток міжбанківських комунікацій на основі інформаційних технологій. В результаті створюються міжнародні платіжні системи. Так, у 1973 році в Брюсселі представниками 240 банків з 15 країн було створене акціонерне товариство міжнародних банківських фінансових телекомунікацій SWIFT. Міжнародна платіжна система SWIFT - співдружність всесвітніх міжбанківських фінансових телекомунікацій. Основними напрямками її діяльності є надання оперативного, надійного ефективного, конфіденційного і захищеного від несанкціонованого доступу телекомунікаційного обслуговування для банків і проведення робіт з стандартизації форм і методів обміну фінансовою інформацією.

Європейський союз і Європейська система центральних банків проводять єдину грошову політику в новій європейській валютній зоні. Для задоволення потреб майбутньої грошової політики центральні банки країн ЄС створили систему TARGET – транс'європейську автоматизовану систему переказів міжнародних розрахунків в режимі реального часу. Основне призначення системи TARGET – об'єднання внутрішніх систем переказу великих сум країн-членів системи в міжнародну платіжну систему.

Загальносвітову мережу платіжних систем і механізмів об'єднує міжнародна мережа INTERNET, яка використовується як телекомунікаційна комерційна інфраструктура в режимі реального часу для купівлі товарів і надання послуг. Найбільше поширення в даній системі набула електронна комерція з використанням номерів кредитних карток.

Отже, інформаційні технології виступають чинником, що сприяє інтернаціоналізації банківського бізнесу.

Важливим чинником, що здійснює вплив на міжнародний банківський бізнес в сучасних умовах, стали спроби центральних банків, урядів різних країн, а також міжнародних організацій врегулювати банківську діяльність на наднаціональному рівні.

*Аспекти регулювання міжнародної банківської діяльності:*

1. Міжнародні стандарти для банків і банківської діяльності, що мають, як правило, рекомендаційний характер для урядових органів. У 1930 р. центральні банки Західної Європи і США заснували БМР, одним з основних завдань якого стала організація валютної співпраці. У 1974 р. глави Центробанків різних країн сформували Базельський комітет. Принципи, сформульовані комітетом, визначають першооснову банківського контролю, яка може бути доповнена кожною державою відповідно до національних особливостей.

2. Внутрідержавний контроль над банківськими установами, незалежно від країни їх походження.

3. Внутрідержавні обмеження на здійснення іноземної комерційної діяльності. Виробляється комплекс заходів, направлених на обмеження окремих видів банківської діяльності (заборона на здійснення небанківської діяльності, заборону на установам небанківських установ).

4. Обмеження на створення постійно діючих іноземних банків, їх філій.

Необхідність регулювання міжнародного банківського бізнесу викликана наступним. Оскільки єдина міжнародна система регулювання і контролю над банківським бізнесом відсутня, то між його суб'єктами істотно загострюється конкурентна боротьба. Разом з тим на ринку банківських послуг діють транснаціональні банки – структури з високим рівнем монополізації. З іншого боку, відмінності в національному банківському регулюванні можуть створити додаткові конкурентні переваги банкам однієї національної приналежності при збереженні наднаціонального характеру їх діяльності. Так, наприклад, нижчі резервні вимоги до банків Японії сприяли їх прориву в 80-х роках на світовому кредитному ринку. Таким чином, необхідне вироблення стандартних норм і правил регулювання банківської діяльності на наднаціональному рівні.

Кризові явища, що спостерігаються в світовій економіці, у тому числі і у валютно-фінансовій сфері, зумовлюють необхідність в регулюванні, спрямованому на забезпечення стабільного і збалансованого розвитку як світового господарства, так і його окремих суб'єктів.

У сфері регулювання системи міжнародного діяльності комерційних банків в умовах глобалізації можна виділити два основні напрями розвитку. По-перше, негативні прояви процесу глобалізації викликали необхідність сумісної розробки на міжнародному рівні стандартів банківської діяльності. Ще в 1930 році центральні банки Західної Європи і США заснували Банк міжнародних розрахунків, основним завданням якого, разом з чисто комерційними операціями для центральних банків, стала організація валютної співпраці.

З метою врегулювання міжнародного банківського бізнесу в 1974 році голови центробанків різних країн сформували Базельський комітет, в рамках якого стали обговорюватися проблеми цієї сфери міжнародних відносин. До його складу увійшли представники спостережуючих органів за банківською діяльністю і центробанків з Бельгії, Канади, Франції, Німеччини, Італії, Швейцарії, Англії і США. Принципи, сформульовані Базельським комітетом, визначають першооснову дієвого банківського контролю, яка може бути



доповнена кожною державою у відповідність з національними особливостями і умовами функціонування вітчизняних банківських систем.

Окрім наднаціонального, проводиться активний національний контроль за банківськими установами і вводяться обмеження на здійснення іноземної комерційної діяльності.

Контролюючі органи, перш за все центральні банки, виробляють комплекс регулюючих і контролюючих заходів, спрямованих на обмеження окремих видів банківської діяльності. Наприклад, банки не можуть здійснювати діяльність, не пов'язану з банківським бізнесом, що встановлюється національним законодавством. У ряді країн банки не можуть бути засновниками небанківських установ. Існують обмеження і у разі іноземної участі на ринку банківських послуг (наприклад, обмеження по створенню філіалів іноземних банків).

Отже, розвиток інтеграційних процесів значною мірою ґрунтувався на інтернаціоналізації банківської діяльності, яка особливо бурхливими темпами стала розвиватися з другої половини ХХ століття. Виникнення сучасних ТНБ значною мірою викликане розвитком ТНК і їх потреб, необхідністю обслуговування все більшого числа дрібних і середніх клієнтів – суб'єктів ЗЕД.

Інтернаціоналізація діяльності комерційних банків є об'єктивним процесом, який характеризується розширенням мережі підрозділів вітчизняного банку за кордоном, збільшенням обсягу міжнародних операцій банку, вдосконаленням банківських технологій.

## **2. Монополізація банківського бізнесу. Форми банківських монополій.**

Концентрація капіталу і виробництва – два нерозривних процеси, що характеризують об'єктивність економічного розвитку. Високий ступінь концентрації капіталу, його централізація у сукупності з універсальним характером діяльності банків сприяли монополізації банківського бізнесу. Концентрація банківського капіталу, зростаюча конкуренція на національних та міжнародних ринках, утворення євроринків сприяли розвитку транснаціоналізації банківського бізнесу.

*Концентрацію банківського капіталу* можна охарактеризувати двома основними показниками:

- загальною сумою банківських ресурсів;
- сумою ресурсів у розрахунку на один банк.

Спочатку концентрація та централізація капіталу відбуваються на внутрішньому ринку як результат конкурентної боротьби. Як і в сфері виробництва, великі банки мають певні переваги перед середніми та невеликими, що дозволяє їм не тільки вистояти у суперництві один з одним, але й укріпити свої позиції. Укріплення досягається за рахунок більш широкого обхвату ринка, розширення ресурсної бази банку, більшого переліку послуг, а також за рахунок більшої фінансово-економічної стійкості в умовах погіршення економічної кон'юнктури на внутрішньому ринку.

В умовах економічної кризи невеликі банки не витримують змін, розоряються або підпадають під контроль більш великих банків, тим самим сприяючи подальшому розвитку процесів концентрації і централізації. Підвищення рівня конкуренції на внутрішньому ринку вимагає від банків більш активно шукати нові сфери застосування інтересів. Тому концентрацію і централізацію банківського капіталу можна розглядати як першочерговий чинник розвитку міжнародних банківських монополій.

**Банківська монополія** – це великий банк або об'єднання банків, які контролюють банківський бізнес і фінансовий ринок, отримуючи найбільш високі прибутки.

*Форми банківських монополій:*

Банківські картелі – це об'єднання великих банків на основі угоди про розподіл сфер діяльності (встановлення єдиних процентних ставок, кредитної політики, умов виплати дивідендів тощо).

Банківські синдикати – це об'єднання на договірній основі декількох банків (як правило, тимчасове) з метою спільного проведення банківських операцій, які не в змозі здійснити один банк (кредитні, гарантійні, емісійні тощо). Банківські синдикати також називають консорціумами, а кредити, що ними надаються, – синдикованими або консорціальними.

Банківські трести – банківські монополії, що виникають в результаті повного злиття банків, коли відбувається об'єднання власності на капітал цих банків та управління ними. Банки, що входять до складу тресту, втрачають юридичну, комерційну самостійність і підпорядковуються єдиному органу управління.

Банківські концерни – об'єднання великих та невеликих банків, які формально зберігають свою самостійність, але знаходяться під фінансовим контролем одного банку, що володіє контрольним пакетом акцій інших банків.

Банківська холдинг-компанія – це об'єднання змішаного типу, до складу якого крім банків входять небанківські фінансові установи (пенсійні, страхові, лізингові та інші фонди та компанії). Основна мета банківського холдингу – спрямувати, контролювати діяльність всього об'єднання і кожної його складової, оптимізуючи прибуток.

### **3. Сутність та види міжнародних банків.**

Банки займають у структурі ринкової економіки значне місце, оскільки від їх діяльності залежить ефективність суспільного виробництва. У сучасних умовах розвитку процесів інтернаціоналізації і глобалізації фінансових ресурсів банки стали найважливішими фінансовими посередниками, які забезпечують необхідними ресурсами все коло суб'єктів міжнародних економічних відносин. Особливим типом банків, які стали основними центрами і посередниками в міжнародному переміщенні фінансових ресурсів, є міжнародні банки.

Діяльність міжнародних банків у сучасних умовах розвитку світового господарства характеризується наступним:

по-перше, банки здійснюють постійний перелив фінансових ресурсів відповідно до вимог учасників міжнародних економічних відносин;

по-друге, банки сприяють перерозподілу фінансових ресурсів, згідно з цим забезпечується вирівнювання норми прибутку в різних секторах міжнародної економіки;

по-третє, перелив фінансових ресурсів забезпечує безперервність процесу виробництва в масштабах світового господарства; створюються умови для розширення виробництва;

по-четверте, збільшуються розміри накопичення капіталу, що сприяє його концентрації і централізації;

по-п'яте, створюються додаткові можливості для ефективного розміщення інвестицій.

Спочатку, маючи широку розгалужену закордонну мережу, переважно в колоніях, банки Англії, Франції, Бельгії тощо були зорієнтовані, насамперед, на обслуговування метрополій в колоніальних країнах: фінансування торгівлі з колоній, освоєння нових сировинних джерел тощо. Ці банки називалися банками старого типу. Розпад колоніальної системи, розвиток концентрації і централізації банківського капіталу, інтернаціоналізація господарських зв'язків сприяли появі нового типу міжнародних банків, які тепер шукали сфери залучення капіталу, виходячи з економічної кон'юнктури, значно розповсюдилося фінансування виробничих і інвестиційних програм транснаціональних компаній. В результаті основними регіонами, де отримала значний розвиток діяльність нових банків, стали грошові ринки країн Західної Європи, США і Японії.

Частина міжнародних банків старого типу ввійшли до структури депозитних і інвестиційних національних установ, чим сприяли розвитку останніх, тобто мали накопичений досвід роботи з розгалуженою закордонною філіальною мережею. Створені нові комплекси почали розвиватися відповідно до сучасних вимог. Наявність зарубіжної інституційної мережі, перенесення за національні межі здійснення активних і пасивних операцій – основні характеристики, які відрізняють крупний національний банк від міжнародного. При цьому форсоване зростання міжнародних операцій дозволяє істотно зміцнити позиції банку на національному ринку. Залежність банків від міжнародних операцій можна визначити за допомогою двох основних показників: часткою активів і пасивів, пов'язаних з міжнародною діяльністю банків, і часткою прибутків, що отримуються банками від міжнародної діяльності. Зовнішня діяльність стала важливою складовою функціонування сучасних міжнародних банків.

Існує два основних *типи сучасних міжнародних банків*:

- транснаціональні банки (ТНБ);
- міжнаціональні банки (МНБ).

Завдяки процесам зрощення банківських і промислових монополій, ТНБ досягли високого рівня міжнародної концентрації та централізації капіталу, що дозволяє їм реально брати участь в економічному розподілі світового фінансового ринку.

**Транснаціональні банки** – найбільші банківські установи універсального типу, що мають в своєму розпорядженні широко розгалужену і тісно інтегровану систему зарубіжних підприємств, що контролює світовий фінансовий ринок.

Транснаціональний банк характеризується наступними складовими. ТНБ – це найбільша банківська монополія, яка панує не тільки на національному, але і на міжнародному ринках позикових капіталів. До них відносяться, насамперед, найбільші комерційні банки, що мають в своєму розпорядженні величезну депозитну базу і власні капітали, а також банки ділового характеру, які мають менший обсяг коштів, що залучаються, але мають значний досвід роботи в спеціальних сферах банківської діяльності. У сукупній діяльності ТНБ суттєва частина операцій є міжнародною. Їх діяльність в значній мірі залежить від зовнішнього ринку як відносно коштів, що мобілізуються, так і використовуваних коштів. Це в значній мірі визначає глобальність їх діяльності, оскільки вона здійснюється незалежно від інтересів країни їх базування.

Важливою ознакою ТНБ є наявність розгалуженої зарубіжної інституційної мережі, за допомогою якої здійснюється перерозподіл капіталу. Зарубіжні філії, підприємства, відділення ТНБ знаходяться в основних фінансових центрах світу, а також на національних ринках багатьох країн. Сучасні ТНБ – це банки універсального типу, що здатні надавати будь-які послуги за бажанням клієнта, от чому їх діяльність все більше виходить за межі кредитно-фінансового бізнесу.

Для сучасних ТНБ характерне тісне переплетення їх капіталів, інтересів, що обумовлює взаємозалежність між ними, незважаючи на гостру конкурентну боротьбу. Цей взаємозв'язок ТНБ виявляється в картелізації міжнародної банківської діяльності. Цілі розвитку транснаціональних банків визначаються наступним. Конкурентна перевага на ринку може бути досягнута тільки шляхом завоювання лідируючих позицій у сфері банківського бізнесу, як з погляду обсягу послуг, що надаються, так і їх переліку. Національні ринки істотно обмежують можливості оптимізації розмірів банку за рахунок економії масштабу банківської структури. Транснаціональні банки прагнуть вийти за національні межі, щоб забезпечити стабільну мобілізацію капіталу за рахунок доступу до іноземних кредитних ресурсів. Нові ринки сприяють диверсифікації банківської діяльності і, як результат, значно розширюють джерела банківського прибутку. Особиста унія, проникнення в сфери закордонної нефінансової діяльності забезпечують розширення ступеня впливу ТНБ на країну реципієнт.

Інтернаціоналізація торкнулася не тільки діяльності банків, але і внесла зміни до складу банківського капіталу, системи управління міжнародного банку, що привело до формування міжнаціональних банків.

**Міжнаціональні (багатонаціональні) банки** – найбільші транснаціональні банки, в яких міжнародною є не тільки діяльність, але й склад капіталу і система управління.

Під впливом міжнародної міжгалузевої і внутрішньогалузевої конкуренції відбувається розвиток співпраці між банками. Розвиток фінансових інтересів різних банків, їх спільність неминує призводити до співпраці, яка сприяє фінансовому переплетенню банківських монополій різних країн. Удосконалення міжнародних економічних відносин призводить до того, що для здійснення окремих операцій недостатньо фінансових можливостей одного банку. Саме на цій основі виникає співпраця конкурентів, яка сприяє об'єднанню банків різних країн в одну глобальну систему.

Таким чином, зростаючі потреби в нових формах міжнародного банківського співробітництва зумовили пошук нових можливостей для її здійснення. Сучасні форми міжнародної співпраці банків включають: надання банками взаємних послуг один одному; спільне здійснення операцій; узгодження політики і координація діяльності в цілому і з окремих питань. Як правило, вищезгадані форми співробітництва використовуються доволі часто.

Міжнаціональні банки функціонують на основі різних форм співробітництва між банками, що мають різну національну приналежність. Особлива роль у цій співпраці належить двом формам:

- консорціумам (консорціальним банкам);
- банківським клубам.

*Консорціальні банки* є власністю декількох банків, кожен з яких не має над ними повного контролю, і має різну національну приналежність. Діяльність консорціальних банків носить універсальний характер, створення консорціуму вигідне і для засновників (швидша мобілізація ресурсів, надання великих кредитів тощо) і для клієнтів (більш різноманітний спектр послуг зосереджений в одному місці). Банківські консорціуми – інститути, що постійно діють, їх важливою ознакою є те, що вони працюють зазвичай на євровалютному ринку, значне місце в операціях консорціальних банків займають середньо і довгострокові операції. Таким чином, виходячи з вищезгаданих характеристик, можна відзначити і виділити основні цілі створення консорціального банку: по-перше, збільшення обсягів операцій за рахунок більшої концентрації ресурсів; по-друге, розподіл ризиків від здійснення операцій у разі неплатежів позичальників для кожного учасника консорціуму.

Консорціальні банки мають велику маневреність. Участь у міжнародних банківських консорціумах є для банків одним із засобів конкуренції з іншими національними банками. От чому, як правило, в більшості банківських консорціумах бере участь лише один банк від кожної країни. Взаємна конкуренція примушує банки однієї країни підключатися до різних міжнародних консорціумів. Багато великих банків беруть участь одразу в декількох консорціальних інститутах. Оскільки консорціальні банки працюють на євровалютних ринках, то вони тяжіють до світових фінансових центрів. У Лондоні налічується, наприклад, більше 30 міжнародних банківських консорціумів. Усього ж на даний час таких консорціальних банків налічується близько 500.

Другою основною формою міжнаціональних банків разом з консорціальними є *банківські клуби*. Ця форма співпраці з'явилася з кінця 60-х

років на багатобічній основі з оформленням спеціальних угод. Банківські клуби є найвищим ступенем розвитку співпраці між найбільшими банками. На відміну від консорціальних банків, в яких відбувається з'єднання капіталів різних банків, банківські клуби є формою співпраці формально не зв'язаних капіталами банків.

Цілі і функції міжнародних банківських клубів полягають у тому, що учасники беруть на себе взаємні зобов'язання з обслуговуванні клієнтів інших банків-членів клубу на території своїх сфер впливу, забезпечують взаємний обмін інформацією, здійснюють спільну підготовку кадрів, гарантують дотримання принципу не нанесення збитку іншим членам клубу. Слід зазначити, що форма співробітництва у вигляді банківських клубів вперше з'явилася між найбільшими банками Західної Європи, що обумовлене, насамперед, вищим рівнем розвитку західноєвропейської інтеграції (табл. 19.2).

Таблиця 19.2

### Міжнародні банківські клуби та їх учасники

Найменування клубу	Рік створення	Учасники клубу
ABECOR Associated Banks of Europe	1971	Algemene Bank Nederland, Amsterdam, Banca Nazionale del Lavoro (1974), Banque de Bruxelles, Brussel, Banque Internationale a Luxembourg (1973), Banque Nationale de Paris, Paris (1974), Barclays Bank, London (1974), Bayerische Hypotheken- und Wechselbank, Munchen, Dresdner Bank, Frankfurt a. M., Osterreichische Landerbank, Wien (1973)
EBIC European Banks' International Company	1970	Amsterdam-Rotterdam Bank (AMRO), Amsterdam Banca Commerciale Italiana, Mailand (1973) Greditanstalt-Bankverein, Wien (1971), Deutsche Bank, Frankfurt a. M., Midland Bank, London, Societe Generale, Paris (1971), Societe Generale de Banque, Brussel
Europartners	1970	Banco di Roma, Rom (1971), Banco Hispano Americano, Madrid (1973), Commerzbank, Frankfurt a.M., Credit Lyonnais, Lyon/Paris
Inter-Alpha	1972	Banco Ambrosiano, Mailand (до 1982), Berliner Handels- und Frankfurter Bank, Frankfurt a. M., Credit Commercial de France, Paris, Instituto Bancario San Paolo di Torino, Kredietbank, Brussel Nederlandsche Middenstandsbank, Amsterdam, Privatbanken A/S, Kopenhagen, Williams & Glyn's Bank, London
IPBG International Private Bankers Group	1971	Banque Industrielle et Mobilier Privée, Paris, Georg Hauck & Sohn, Frankfurt a.M., Hauck Banquiers, Luxembourg, Gredito Artigiano, Mailand (1972), Van der Hoop, Offers & Zoon, Rotterdam (1974)
Orion	1970	Chase Manhattan Bank, New York, Credito Italiano, Mailand (1971), National Westminster Bank, London, The Royal Bank of Canada, Montreal, Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Dusseldorf, Mitsubishi Bank, Tokyo (1972)
SFE Societe Financiere Europeenne	1967	Algemene Bank Nederland, Amsterdam, Banca Nazionale del Lavoro, Rom, Banque Nationale de Paris, Paris, Barclays Bank, London, Bank of America NT & SA, San Francisco, Dresdner Bank, Frankfurt a.M., Banque de Bruxelles, Brussel (1971), Sumitomo Bank, Osaka (1972)
UNICO United Cooperative Banks	1977	Andelsbanken-Danebank, Kopenhagen, Deutsche Genossenschaftsbank, Frankfurt a.M., Caisse nationale de credit agricole, Paris, Genossenschaftliche Zentralbank, Wien, Rabobank, Utrecht, Oeko-Bank, Helsinki

Специфічною формою співпраці міжнародних банків є особиста унія. Особисті унії можуть ґрунтуватися на особистих зв'язках, що базуються на родинних зв'язках, а також на зв'язках, які засновані на спільності ділових інтересів. Особисті унії банкірів сприяють не тільки зміцненню зв'язків між банками, але і між фінансовими групами, що представляються ними в цілому. Саме на базі міжнародного переплетення фінансового капіталу і особистих уній виникає міжнародна фінансова олігархія.

Для того, щоб в умовах жорсткої конкурентної боротьби відповідати сучасному рівню міжнародних економічних відносин, міжнародні банки вимушені постійно розвивати й удосконалювати свою організаційну структуру, управлінський і функціональний апарат як у себе в країні, так і за кордоном. Ускладнення системи закордонного апарату ТНБ відбувається в основному в рамках розвитку відносин між елементами цього апарату. Основними елементами сучасного зарубіжного апарату банку є: кореспондентські зв'язки; представництва; дочірні банки (філії); банківські відділення; участь у капіталі зарубіжних банків тощо. Як правило, чим більше банк, тим більшу кількість елементів зарубіжного апарату він має, що у свою чергу відбивається на міжнародній діяльності самого банку.

#### **4. Шляхи виходу комерційних банків на зовнішні ринки.**

Перш ніж комерційний банк почне міжнародні депозитні, кредитні, інвестиційні, валютні операції, він повинен встановити лінії зв'язку, тобто канали передачі міжбанківської інформації про трансфери валютних фондів. Канали міжбанківської комунікації можуть замикатися або на іноземному банку за кордоном, з яким укладається спеціальна кореспондентська угода, або на власному підрозділі за кордоном (наприклад, дочірньому банку або філіалі). У останньому випадку це будуть вже не міжбанківські, а внутрішньобанківські комунікації, що вельми прискорить і зробить надійнішими міжнародні валютні трансфери.

Відповідно до цього, комерційний банк, виходячи на міжнародну арену, повинен спочатку вирішити, в якій організаційно-інституційній формі він це здійснить. Серед подібних організаційно-інституційних форм можна виділити наступні:

1) утворення міжнародного департаменту (валютного або зовнішньоекономічного управління) у вітчизняному офісі банку, встановлення кореспондентських відносин з рядом спеціально відібраних банків за рубежом і здійснення міжнародних операцій через кореспондентські міжбанківські канали;

2) утворення неопераційного підрозділу за кордоном (представницького офісу або просто представництва) для здійснення ряду корисних для головного банку функцій, в основному інформаційного, контактного, дослідницького, іміджевого і часто посередницького характеру;

3) утворення операційного підрозділу за кордоном в тій або іншій доступній для комерційного банку організаційно-інституційній формі (закордонного філіалу, агентства, дочірнього або спільного банку) для

здійснення повносервісної або обмежено сервісної діяльності на території місцеперебування і для міжнародних операцій.

Комерційний банк може почати здійснення міжнародних операцій, утворивши міжнародний відділ або департамент (управління) в своєму головному вітчизняному офісі. Внутрішня побудова такого міжнародного відділу управління пристосовується до обслуговування певних потреб як клієнтів (наприклад, по фінансуванню зовнішньої торгівлі), так і самого банку (наприклад, по валютним операціях).

Міжнародний департамент банку, активного в закордонному бізнесі, є банком в мініатюрі. Так, з одного боку, міжнародний департамент виконує такі ж операції з іноземною валютою, які здійснюються комерційним банком у вітчизняній валюті. Він приймає термінові депозити, відкриває поточні рахунки клієнтам (зокрема фірмам, фізичним особам, іншим банкам, урядовим одиницям), підтримує власні рахунки в інших фінансових банківських і небанківських інститутах. Крім того, міжнародний департамент оплачує так звані регулярні бізнес-чеки, а також банківські чеки банків-кореспондентів, виписані клієнтами проти їх рахунків в книгах даного банку; сам він, у свою чергу, виписує чеки проти своїх власних фондів на рахунках банків-кореспондентів за межею. Міжнародний департамент одержує грошові перекази на рахунки клієнтів і здійснює трансфер клієнтських або власних фондів; він має секцію по інкасових операціях, оброблювальну вхідні і вихідні доручення. Нарешті, міжнародний департамент кредитує валютні засоби місцевим вітчизняним клієнтам, підтримуючи кредитну інформацію і кореспондентські банківські відносини.

З іншого боку, міжнародний департамент здійснює ряд операцій, з якими вітчизняні відділення комерційного банку, як правило, не мають справи (або мають, але украй рідко).

Серед таких операцій можна назвати наступні:

- відкриття і виконання комерційних (товарних) акредитивів для обслуговування зовнішньоторговельних операцій клієнтів;
- торгівля іноземною валютою (форексні операції);
- купівля і продаж іноземних банкнот;
- створення банківських акцептів і торгівля ними;
- кредитування позичальників в інших країнах, а також деякі інші міжнародні банківські операції.

Міжнародний департамент банку здійснює зовнішні операції, встановлюючи кореспондентські відносини з іноземними банками. Сутність міжнародних кореспондентських відносин складається в тому, що банки з однієї країни підтримують поточні операційні рахунки (депозити до запитання) в банках інших країн для обслуговування потреб (як клієнтських, так і власних) обох банків. Серед кореспондентських банківських рахунків виділяють рахунки двох типів:

- рахунки, які підтримуються іноземним банком у вітчизняному;
- рахунки вітчизняного банку в іноземному.



Депозити до запитання (поточний операційний рахунок), підтримувані іноземним банком-кореспондентом у вітчизняному банку, в різних країнах можуть називатися по-різному. Наприклад, в США такі рахунки називають «Due to». У інших країнах їх називають рахунком «востро» (від лат. *vostro* — «ваш»), який підтримується іноземним банком в банку-резиденті в місцевій валюті або у валюті третьої країни, або навіть в національній валюті іноземного банку. Крім того, часто такого типу рахунок визначають як кореспондентський рахунок «лоро» (від лат. *loro* — «їх»). В Україні найчастіше застосовують саме цю назву.

Поточні рахунки в міжнародному департаменті вітчизняного комерційного банку можуть відкриватися іноземними урядами, комерційними банками і промислово-торговими фірмами з інших країн, а також індивідуальними клієнтами. Крім того, вітчизняні урядові агентства, комерційні банки, фірми, фізичні особи-резиденти, активно залучені в міжнародний бізнес, підтримують поточні рахунки в міжнародних департаментах банків, оскільки їм вимагається здійснювати міжнародні валютні платежі і одержувати надходження від експорту або інших операцій.

З відкриттям рахунку «лоро» можна зафіксувати початок кореспондентських міжбанківських відносин. Провідні комерційні банки з індустріально розвинених країн підтримують лоро-рахунки, що належать банкам зі всього світу. В першу чергу подібні рахунки відкривають великі і середні комерційні банки з країн, що розвиваються, а також регіональні банки з розвинених країн, оскільки велика частина світової торгівлі і фінансів деномінується в доларах США, євро, японських ієнах і інших сильних валютах, а вони, як правило, не мають міжнародної філіальної мережі. В той же час великі банки з міжнародних грошових центрів здійснюють платежі і інші операції кореспондентського типу через свої зарубіжні філіали і дочірні банки, що значно (за мірками терміновості операцій на грошовому і фореक्सному ринках) прискорює платежі і надходження, підвищуючи їх надійність.

В цілому лоро-рахунки корисні не тільки для банків-власників, але і для підтримуючих їх комерційних банків. При цьому, маючи такий рахунок, перші банки-кореспонденти можуть робити прямі платежі на користь інших країн, одержувати надходження в іноземній валюті, проводити розрахунки по траттах в рамках відкритого акредитиву. Технічно відкриття таких рахунків в провідних комерційних банках світу здійснюється досить легко і займає небагато часу. Причому лоро-рахунки найчастіше прибуткові для банку, в якому вони відкриті і підтримуються. Так, рахунки «лоро» є депозитами до запитання для цього банку, а доходи від їх використання як грошового ресурсу (у вигляді процентного спреда) плюс комісійні за операції, що проводяться по цих рахунках, як правило, перевищують витрати банку-реципієнта по їх операційному обслуговуванню.

Іншим видом кореспондентського рахунку є рахунок, підтримуваний вітчизняним банком в іноземному банку за кордоном. Цей рахунок називають «ностро» (від лат. *nostro* – «наш»). В США аналогом ностро-рахунку є рахунок «Due from account». Такий рахунок, так само як і лоро-рахунок, може бути деномінований в трьох типах валют:

- у валюті іноземної держави, в банку якого відкритий цей рахунок;
- у валюті третьої країни;
- у вітчизняній валюті банку, якому цей рахунок належить.

На рішення міжнародного департаменту комерційного банку про географічне розташування його ностро-рахунків і про величину залишків на них впливають багато чинників. Як правило, ностро-рахунки відкриваються в тих країнах, у валютах яких клієнти банку повинні здійснювати платежі і одержувати надходження. Крім того, банк відкриє ностро-рахунки в тих країнах, валюти яких необхідні для торгової діяльності валютних трейдерів самого банку на фореक्सному і грошовому ринках.

Вітчизняний комерційний банк повинен підтримувати достатні залишки на своїх ностро-рахунках, щоб швидко задовольняти потреби, які несподівано з'являються, в платежах клієнтів або власних трейдерів. В той же час він уникатиме овердрафту цих рахунків, за який потрібно сплачувати підвищений відсоток. Проте банк не повинен втрачати дохід, підтримуючи надмірні непрацюючі залишки на ностро-рахунках, які або не приносять відсотка (як, наприклад, рахунки в банках США, де заборонені платежі відсотків по поточних рахунках), або приносять мінімальний з можливих дохід (як в більшості розвинених країн). Крім того, підтримка активів в іноземній валюті може бути ризиковою, оскільки іноземна валюта може девальвувати або щодо вітчизняної валюти, або щодо інших провідних валют, в яких банк здійснює платежі.

Саме тому, підтримуючи валютну позицію (а залишок на ностро-рахунок в іноземній валюті за інших рівних умов є відкритою "довгою" валютною позицією банку-власника такого рахунку), комерційний банк повинен здійснювати необхідні операції по хеджуванню валютного ризику, що вимагає роботи спеціально підготовленого персоналу банку і додаткових операційних витрат, пов'язаних з проведенням хеджінгових операцій.

Великі комерційні банки з розвинених країн з сильною валютою, як правило, не відкривають ностро-рахунок для кожного лоро-рахунку, підтримуваного в них самих зарубіжними банками. Наприклад, великі американські банки мають значно більше доларових лоро-рахунків в своїх книгах від іноземних банків, ніж ностро-рахунків, які вони підтримують за межею в недоларовій валюті. Це відбувається з цілком природної причини, пов'язаної з важливою роллю американського долару в світовому бізнесі, а також з тими екстенсивними міжнародними кореспондентськими відносинами, які встановили і підтримують провідні американські банки. Крупний американський банк може підтримувати один або два ностро-рахунки в окремій країні, тоді як в його книгах можуть бути відкриті декілька сотень лоро-рахунків, деномінованих в доларах, банками цієї країни. Приблизно те ж саме можна сказати і про провідні німецькі банки, що підтримують кореспондентські лоро-рахунки, відкриті в їх книгах багатьма банками зі всього світу.

При встановленні кореспондентських відносин між двома банками достатньо відкрити лише один рахунок для того, щоб здійснювати практично всі можливі валютні операції. Такого одного рахунку (що є для банку-утримувача лоро-рахунком, а для банку-власника ностро-рахунком) достатньо

для трансферу фондів з однієї країни в іншу або для платежів, які потрібно зробити фактично в будь-якій країні в будь-якій валюті (хоча це і може спричинити за собою різні операційні витрати). Звично такий рахунок буде лоро-рахунком, відкритим комерційним банком з країни, що розвивається, в банку, який базується в індустріально розвиненій країні. Після того, як рахунок відкритий, комерційні банки використовуватимуть його для здійснення міжнародних операцій, відповідно нараховуючи на нього або списуючи з нього певні суми грошей (тобто кредитуючи або дебетуючи цей рахунок).

Великі комерційні банки з різних країн стають міжнародними кореспондентами один одного з метою надавати своїм клієнтам послуги на різноманітних міжнародних і національних грошових і фінансових ринках. Малі і середні регіональні комерційні банки стають кореспондентами крупних міжнародних комерційних банків з світових грошових центрів, щоб одержувати операційні послуги на основних фінансових ринках, а також спеціалізовану допомогу, наприклад кредитні лінії для підтримки своїх фореक्सних або документарних операцій. У свою чергу, великі міжнародні комерційні банки з світових грошових центрів стають кореспондентами малих і середніх регіональних комерційних банків для отримання доступу до ресурсів регіональних грошових і фінансових ринків. Нарешті, малі і середні комерційні банки з країн, що розвиваються і слаборозвинених, потребують фінансової допомоги провідних банків з розвинених країн для здійснення міжнародного банківського бізнесу, фінансування іноземної торгівлі, отримання оборотного капіталу (щоб дати можливість своїм клієнтам запозичувати для потреб бізнесу), а також в допомозі у вигляді валютно-фінансового і кредитного консалтингу.

Прагнення комерційних банків розвивати мережу кореспондентських відносин пов'язане з тим, що вони є відносно менш дорогими в порівнянні з іншими організаційно-інституційними формами проникнення банку на іноземний ринок, наприклад, у формі організації зарубіжного філіалу або придбання дочірнього банку за кордоном.

Так, наприклад, менше 1% американських комерційних банків (тобто приблизно менше 150 з 15 000 банків) мають філії в інших країнах. До них відносяться практично лише дуже крупні банківські інститути з таких грошових центрів світового значення, як Нью-Йорк, Чикаго, Майамі, Лос-Анджелес, Сан-Франциско, а також найбільші регіональні банки. Проте велика їх частина не підтримує крупну глобальну мережу філіалів або дочірніх банків по всьому світу. Такого роду міжнародна філіальна мережа доступна лише найкрупнішим комерційним банкам США. Приблизно те ж саме можна сказати і про міжнародну діяльність банків в Західній Європі і Японії. Таким чином, саме активні кореспондентські банківські відносини роблять більшість комерційних банків у всьому світі здатними надавати своїм клієнтам повний набір фінансових послуг в інших країнах.

Вітчизняному комерційному банку може бути потрібна допомога його кореспондента в іноземній державі, пов'язана з торговим бізнесом, валютними переказами. Така допомога надається іноземним банком-кореспондентом, що робить регіональні комерційні банки здатними конкурувати в наданні

клієнтських послуг з найбільшими банками з міжнародних грошових центрів. Використовування кореспондентських відносин може також допомогти найбільшим комерційним банкам в країнах і регіонах, в яких вони не мають філіалів або дочірніх банків (наприклад, якщо це заборонено місцевим законодавством). Кореспондентські відносини дають можливість практично будь-якому банку допомагати своїм клієнтам навіть при здійсненні випадкових (разових) операцій, які потрібно було здійснити клієнтам в якій-небудь зарубіжній державі. При цьому витрати, які потрібно буде понести комерційному банку, щоб створити міжнародну (глобальну) мережу філіалів і забезпечувати її функціонування, є дуже великими і можуть виявитися доцільними лише при постійно великих оборотах зарубіжних операцій комерційного банку.

При обслуговуванні міжнародної торгівлі вітчизняний комерційний банк деякої розвиненої країни може надавати додаткові послуги іноземному банку-кореспонденту (наприклад, з країни, що розвивається), представляючи своїх клієнтів іноземним фірмам, пов'язаним з банком-кореспондентом, або допомагаючи останнім, також на прохання іноземного банку-кореспондента налагодити контакт або влаштувати зустріч з потенційними вітчизняними продавцями або покупцями їх продукції.

Крім того, на ринки деяких (в основному слаборозвинених) країн комерційні банки не можуть проникнути у формі філіалів, агентств, дочірніх або сумісних банків, оскільки це може бути заборонено законодавством або адміністративними регуляціями (банківських властей, міністерства фінансів). В цьому випадку розвиток міжнародних банківських операцій з такими країнами можливий лише на базі встановлення і здійснення міжбанківських кореспондентських відносин.

Якщо комерційний банк для виходу на зовнішній ринок вирішує створити окрему організаційно-інституційну одиницю, то найпростішою формою стає створення представництва. Звичайно комерційний банк створює зарубіжний представницький офіс в столиці або провідному фінансовому центрі іноземної держави, якщо він бажає бути присутнім там, але не має достатнього об'єму очікуваних операцій, щоб виправдати витрати, потрібні для утворення і функціонування філіалу або іншої операційної одиниці в даній країні.

Іншою причиною створення зарубіжного представництва служить той факт, що філії іноземних банків можуть бути заборонені в деяких країнах. Представником банку звичайно призначається досвідчений працівник з головного офісу батьківського банку, який може виконувати корисні функції для банку і присутність якого в іноземній державі може допомогти клієнтам банку здійснювати бізнес в цій країні. Штат представницького офісу звичайно дуже малий. Він часто складається з представника, асистента і секретаря. Представники не можуть здійснювати банківські операції, такі, як прийняття депозитів або надання кредитів, але вони направляють відповідні пропозиції і заявки місцевих фірм і фінансових установ головному офісу батьківського банку або його філіям в інших країнах.

У багатьох випадках установа представницького офісу передує установі філії, виконуючи корисну функцію збору фінансово-економічної інформації про країну базування, а саме про податкові, регулятивні і ринкові умови в цій країні. У деяких країнах відкриття нових філій іноземних банків заборонене. Отже, багато великих банків з розвинених країн підтримують свою присутність в таких країнах, використовуючи представництва, які в таких випадках мають порівняно великий персонал.

В даний час крупні транснаціональні банки (наприклад, базовані в США) мають філії майже на кожному іноземному грошовому ринку і практично обов'язково – в міжнародних фінансових центрах. Багато банків, маючи лише декілька зарубіжних філій, розташовують їх в найважливіших світових грошових центрах (таких, як Лондон і Нью-Йорк) або в офшорних територіях (типу Багамських островів), де закони дозволяють заснувати філію (для здійснення спеціальних операцій) з відносно малими витратами грошей і часу. Багато філій пропонують повний набір банківських послуг для національних і міжнародних компаній, для фізичних осіб і місцевих урядових агентств.

Проте низка країн забороняє іноземним банкам надання деяких послуг, таких, як прийом місцевих депозитів. Рівним чином деякі країни дозволяють іноземним банкам створювати незалежні дочірні банки, забороняючи відкривати філії. Безвідносно до форми зарубіжної одиниці, для того, щоб відкрити філіал або дочірній банк в іншій країні, банк практично будь-якої держави повинен одержати дозвіл від приймаючого уряду, а також дозвіл центрального банку своєї країни.

Серед великої кількості форм фактичної присутності банку на зарубіжних ринках особливе місце займають філії. Найбільші банки з розвинених країн розширюють свої закордонні мережі філій для того, щоб краще обслуговувати клієнтів, зарубіжна діяльність яких швидко розширилася. Крім того, у багатьох випадках це робиться в цілях успішної конкуренції з місцевими банками за клієнтів в країні базування. Іноземна філія повинен погоджувати свою діяльність зі всіма банківськими правилами, валютним контролем і урядовими регуляціями приймаючої країни. Він підлягає перевіркам банківськими властями як приймаючої, так і батьківської країни.

При цьому в деяких країнах (наприклад, в США) банківське регулювання надає зарубіжним філіям вітчизняних банків більше свободи, ніж мають головні офіси цих банків. Наприклад зарубіжні філії не повинні підтримувати мінімальні обов'язкові резерви у Федеральному резервному банку проти своїх депозитів (як це роблять їх батьківські банки для внутрішніх депозитів). Крім того, зарубіжні філіали банків з цієї країни можуть платити відсотки на депозити до запитання (поточні рахунки) і можуть надавати певні гарантії. Депозити в зарубіжних філіалах не підлягають страхуванню Федеральною корпорацією по страхуванню депозитів, а отже, не вимагають платежу страхових премій.

Зарубіжна філія за своїми операціями схожа на самостійний банк. Вона наймає працівників відповідно до законів про працю, а також з профспілковим регулюванням в країні базування. Філіал здійснює кліринг своїх чеків через

локальний кліринговий будинок, якщо такий існує, або напряму через інші банки. Місцеві депозити, поміщені в такий філіал, підлягають регулюванню центральним банком приймаючої країни (зокрема обов'язковому резервуванню, страхуванню і т.д.). Філіал здійснює операції на грошовому ринку приймаючої території по залученню і розміщенню короткострокових грошових ресурсів, підтримці резервів в центральному банку. Він повинен також узгоджуватися зі всіма вимогами по звітності регулюючих агентств (центрального банку, міністерства фінансів) країни базування.

Зарубіжна філія банку виконує подвійні функції. З одного боку, вона є іноземним банком, що конкурує з місцевими банками на ринку країни базування за місцевих клієнтів. У цьому значенні рух в коридорах зарубіжного філіалу крупного банку з розвиненої країни часто перевищує той рух, до якого банкір звик в своєму головному офісі. З другого боку, зарубіжний філіал є локальною лінією зв'язку в міжнародній мережі підрозділів батьківського банку. У цій своїй якості філіал здійснює міжнародні фінансові операції для системи батьківського банку, а також обслуговує клієнтів головного банку і їх афілійовані одиниці, що базуються на інших ринках.

Окрім зарубіжних філій, банки можуть утворити за межею операційні підрозділи іншого типу – дочірні банки або спільні банки. Зарубіжний дочірній банк – це іноземна компанія, в якій вітчизняний батьківський банк володіє контрольним пакетом акцій або володіє контролем в деякій іншій формі. Спільний банк – це іноземна компанія, в якій батьківський вітчизняний банк не володіє контрольним пакетом акцій.

Банки засновують дочірні банки за кордоном, щоб поліпшити свої міжнародні конкурентні позиції, мінімізувати іноземні податкові зобов'язання, а також використати можливості, які надає ця організаційна форма. Більшість великих банків з розвинених країн вважає за краще оперувати через власні філіали. Проте дочірні банки можуть бути ефективно використані в тих країнах, в яких заборонені іноземні філії. Дочірні банки обслуговують як місцевих клієнтів, так і функціонують на користь батьківського банку, виконуючи, зокрема, операції, заборонені для головного офісу в батьківській країні.

Спільний банк утворюється декількома різними банками, які ділять власність і в деяких випадках управління банком. Така форма дозволяє банкам з різних країн мати операційну одиницю в країні, в якій не дозволені філіали, що належать нерезидентам, або в якій обмежена сфера діяльності іноземних банків. Кожен акціонер інвестує певну частку капіталу в сумісний банк і одержує відповідне представництво в раді директорів останнього. Поточний менеджмент здійснюється за контрактом або спільно працівниками всіх акціонерів, або персоналом одного з них, або найнятою командою незалежних менеджерів.

Спільний банк має власне найменування, яке може зберігати деталі найменувань банків-засновників. Він функціонує як незалежний банк, одержуючи загальні директиви, нормативи, ліміти від акціонерів через раду директорів. Більшість сумісних банків є власністю провідних міжнародних банків, проте в сумісних банках беруть участь і невеликі банки, які бажають бути присутніми на окремих іноземних ринках.

Таким чином, у розпорядженні сучасних комерційних банків є кілька варіантів виходу на зарубіжні ринки. Критерієм доцільності створення міжнародної організаційно-інституційної одиниці комерційного банку і критерієм оцінки діяльності такої одиниці є внесок (очікуваний або фактичний) в досягнення загальної мети банку — надання послуг клієнтам і збільшення капіталу (генерація прибутку) для власників.

Окрім цього, при розгляді питання про доцільність установи або при оцінці діяльності існуючої організаційно-інституційної одиниці необхідно також враховувати, що результати міжнародної діяльності банку консолідується з результатами його вітчизняних операцій в єдиному фінансовому звіті, а також в єдиних нормах ліквідності, достатності капіталу, інших фінансових показниках, що надаються центральному банку, податковим властям, публікованих у фінансовій пресі. Через це банківський менеджмент оцінює свій міжнародний бізнес не тільки використовуючи критерії ризику, витрат і прибутковості (тобто грошових потоків), але і з погляду дії валютних операцій на величину банківського капіталу, фінансових коефіцієнтів (нормативів), інших бухгалтерських звітних показників.

Визначаючи доцільність створення банківської одиниці за кордоном, комерційний банк оцінює переваги та недоліки функціонування такої одиниці. Так, банківські філіали є більш оперативною формою порівняно з представництвами. В багатьох країнах представництва іноземних банків не розглядаються як підприємства, тому процедура видачі дозволу на їх відкриття спрощено. Суттєвим недоліком участі в дочірніх іноземних банках за незабезпеченого контролю є те, що керівництво такого банку може проводити політику, яка не відповідає інтересам банку. З іншого боку, придбання контрольного пакету акцій дочірнього банку може коштувати надто дорого.

Різні форми зарубіжного апарату комерційного банку не виключають, а іноді доповнюють одне одного. Як правило, кореспондентські відносини, організація представництв, придбання капіталу в іноземних банках використовуються на початкових етапах виходу на зовнішні ринки, а з розвитком обсягів міжнародних операцій створюються і розширюються мережі банківських філіалів.

## **5. Взаємодія транснаціональних банківських і промислових капіталів.**

Головними суб'єктами міжнародних економічних відносин в сучасних умовах виступають транснаціональні корпорації. Роль ТНК є значною і в міжнародній торгівлі, і у міжнародному русі капіталу. Обслуговування ТНК відноситься до престижної сфери діяльності банків, хоча й є достатньо складним, оскільки попит з боку міжнародних компаній постійно змінюється як у якісному, так і в кількісному вираженні.

Обслуговування ТНК з боку ТНБ пов'язане з наступними причинами:

- диверсифікація діяльності ТНК потребує відповідного банківського обслуговування, а ТНБ є універсальними банківськими установами;

- розширення ринків збуту ТНК потребує значного фінансування, у тому числі й кредитування з боку ТНБ;
- ТНБ мають широку зарубіжну філіальну мережу, тоді як ТНК не завжди мають подібні зв'язки;
- вихід на зарубіжні ринки є неможливим без посередництва ТНБ.

Банки забезпечують розрахунково-касове обслуговування ТНК, сплачують дивіденди на акції учасників об'єднання, здійснюють обов'язкові платежі компаній. За рахунок мобілізованої депозитної бази ТНБ забезпечують фінансування діяльності ТНК за допомогою синдикованих кредитів та інструментів фондового ринку. Володіючи колосальною інформацією, ТНБ надають велику кількість послуг консультативного характеру (трастові операції, фінансове консультування тощо).

Банки активно проникають до сфери виробництва, а, з іншого боку, гігантські корпорації, напрацювавши значний досвід у сфері міжнародних фінансів, прагнуть обмежити пряму участь банків у своїй діяльності за рахунок:

- створення або придбання ТНК власних банків;
- встановлення безпосередніх між корпоративних фінансово-кредитних зв'язків;
- прямого виходу на міжнародні ринки капіталу.

Наявність міцного зв'язку між промисловими та банківськими капіталами створює основу для стабільного економічного розвитку. З 300 найбільших банків світу більше 100 входять до складу фінансово-промислових груп. Транснаціональні банки, володіючи значними фінансовими ресурсами, мають можливість проникати в сфери міжнародного бізнесу, які не пов'язані з чисто фінансовими операціями. Проникаючи у виробничу сферу, ТНБ прагнуть диверсифікувати джерела отримуваного прибутку за рахунок принципово нових чинників. Через проникнення в діяльність промислових корпорацій банки, тим самим, роблять останніх підконтрольними банківському апарату управління. Якщо ж банки проникають у зарубіжну виробничу діяльність, то тим самим вони забезпечують більш легкий вихід своїм фірмам на закордонні ринки.

Купуючи фірми, які знаходяться у складному фінансовому стані, ТНБ переслідують чисто спекулятивні цілі, оскільки після проведення заходів з фінансового оздоровлення акції даних підприємств на ринку суттєво зростають, що дозволяє банкам отримати спекулятивний виграш за рахунок продажу своєї участі іншим інвесторам.

Участь ТНБ у зарубіжній виробничій діяльності може здійснюватися в двох основних формах. Прихована форма є найбільш розповсюдженою в сучасній практиці господарювання. Її використання полягає у непрямому проникненні банків у виробничу діяльність шляхом:

- утворення спеціалізованих компаній, за допомогою яких і буде реалізовуватися проникнення (холдинги, інвестиційні фонди тощо);
- проведення трастових операцій;
- участі у спеціалізованих міжнародних організаціях інвестиційного характеру, метою яких є сприяння колективному проникненню банківських та промислових компаній в економіку інших країн;



- використання кредитних відносин (кредитні операції здійснюються під заставу майна компанії, тому непогашення боргу клієнтом дозволяє банку стати власником застави);
- взаємного переплетіння управлінських структур ТНБ і ТНК (особиста унія).

Пряма форма участі банків в зарубіжній виробничій діяльності може бути реалізована за рахунок поглинання місцевих промислових компаній або за рахунок створення власних небанківських підприємств за кордоном.

Протилежним за своїм змістом є процес проникнення в банківський бізнес сучасних транснаціональних корпорацій, що обумовлено наступним. В сучасних умовах спостерігається зростаюча залежність ТНК від банківської сфери. ТНК постійно потребують значного за розміром капіталу, який в змозі надати тільки транснаціональні банки. Разом з тим, в діяльності ТНК часто формуються тимчасово вільні ресурси, що дозволяє їм займатися й чисто фінансовими угодами на світовому ринку. В умовах жорсткої міжгалузевої міжнародної конкуренції ТНК не бажають перерозподілу більшого прибутку на користь банківського бізнесу, який завжди відрізнявся високою доходністю.

Проникнення в банківський бізнес дозволяє ТНК значно диверсифікувати власну діяльність і, відповідно, джерела прибутку. Для ТНК, які мають власні банківські установи, суттєво зменшується вартість банківських послуг, що сприяє максимізації прибутку.

Банківська діяльність ТНК охоплює міжкорпоративні та внутрішньокорпоративні кредитні відносини. ТНК використовують різноманітні форми взаємного кредитування (паралельні кредити, операції своп тощо). Разом з тим, всередині ТНК також постійно відбуваються переливи ресурсів, передусім, від материнської компанії до філій, дочірніх підприємств та інших підрозділів.

Злиття промислових підприємств, банків, торговельних та комерційних підприємств, науково-дослідних інститутів дозволяє забезпечувати максимізацію прибутку за рахунок випуску конкурентоспроможної продукції. Концентрація різних ресурсів дозволяє об'єднати ізольовані капітали, що збільшує капіталообіг, оптимізує використання чинників виробництва, дозволяє реалізовувати великі інвестиційні проекти.

Сучасні форми взаємодії промислового та банківського капіталу різняться за структурою власності, характером взаємовідносин всередині об'єднання, а також враховують національні особливості країн походження. Найбільш розповсюдженими в сучасному світі формами інтегрування промислового та банківського капіталу є холдинги, фінансово-промислові конгломерати та фінансово-промислові групи.

Холдинги представляють собою об'єднання з прозорою структурою власності і відповідною системою управління. Фінансово-промислові конгломерати з'явилися в результаті участі банків у процесі приватизації державної власності. Вони відрізняються принциповою розмитістю та непрозорістю структури власності і неформалізованістю систем управління. Єдність фінансово-промислового конгломерату забезпечується у більшості

випадків існуванням єдиної групи лідерів, що поєднують в собі функції власників та вищих менеджерів. Ще одним механізмом забезпечення інтеграції є контроль головного банку конгломерату над іншими його членами.

Найбільш поширеними та, як показує практика, найбільш ефективними формами взаємопроникнення промислових та фінансових підприємств є **фінансово-промислові групи**. Сучасні фінансово-промислові групи є універсальними за характером діяльності і часто транснаціональними за її масштабами. Як показує світовий досвід, провідні транснаціональні корпорації сформувалися на базі фінансово-промислових груп. У світі явно простежується тенденція збільшення у загальній кількості ФПГ частки транснаціональних. Транснаціональні фінансово-промислові групи є одним з інструментів інтеграційної взаємодії національних економік.

*Цілі створення транснаціональних ФПГ:*

1. Розвиток міжнародної спеціалізації і кооперування виробництва.
2. Можливість посилення конкурентоспроможності та підвищення ефективності.
3. Просування товарів на зарубіжні ринки.
4. Використання науково-технічного потенціалу інших країн.
5. Підвищення норми прибутку ФПГ за рахунок міжнародного співробітництва, обміну ресурсами тощо.
6. Використання робочої сили зарубіжних країн.
7. Забезпечення постачання сировини та енергоресурсів з-за кордону.
8. Вигідне використання капіталу у випадку, якщо його прибутковість є вищою в країні розміщення філіалу, ніж в країні розміщення материнської компанії.
9. Використання грошових ринків інших країн.

*В організаційній будові ФПГ виокремлюють три складові:*

- Фінансово-економічний блок;
- Індустріально-промисловий блок.
- Торгово-комерційний блок.

Основним принципом створення ФПГ є принцип рівноправності всіх учасників корпорації. Координуючим органом в ФПГ виступає головна компанія. Головна компанія в залежності від способу організаційної будови може забезпечувати реалізацію своїх головних завдань за допомогою наступних механізмів:

- холдингова компанія;
- довірче управління головною компанією акціями учасників групи;
- взаємне володіння акціями учасників ФПГ;
- довгострокові фінансові зв'язки;
- спільне відкриття акціонерної компанії.

Серед великої кількості форм взаємодії учасників ФПГ є традиційні концерни на чолі з великою промисловою корпорацією (США, Західна Європа); групи, що сформовані навколо кредитно-фінансових інститутів і включають підконтрольні виробничі підприємства (США, Німеччина); родинні холдингові компанії (Південна Корея); універсальні багатогалузеві об'єднання – ділові групи (Японія).

ФПГ США можна умовно поділити на дві групи: в центрі ФПГ першого типу знаходяться великі банки; в ФПГ другого типу домінують промислові підприємства. У Німеччині ФПГ концентруються коло великих банківських установ і є гнучкими утвореннями. У відносинах між банками та промисловими компаніями поширені особисті унії. В організаційну структуру японських сюданів включено фінансові інститути, торговельні фірми, а також виробничі підприємства, що складають повний спектр галузей економіки. Сюдани характеризуються взаємною участю компаній у капіталі один одного і провідною роллю банку в діяльності групи. За своєю організаційною структурою корейські ФПГ (чеболі) мають родинно-клановий характер. Характерними рисами чеболів є високий рівень галузевої диверсифікації, централізоване планування, значні розміри поточної заборгованості, авторитарний стиль керівництва.

Перепорою на шляху до зрощування промислового і банківського капіталів може стати антимонопольне законодавство. Сьогодні для високо інтегрованих корпоративних об'єднань, які концентрують значну частку ВВП у своїх руках, став характерним економічний контроль не над окремими галузями господарства, а над усією національною економікою. Недоліком функціонування ФПГ стало те, що останнім часом вони здійснюють обмежувальний вплив на внутрішню економіку. Домінуючі позиції ФПГ на світових товарних ринках негативно позначаються на внутрішньому конкурентному середовищі, стримують розвиток малого та середнього бізнесу в країні.

## **6. Офшорний банківський бізнес.**

Офшорні зони (або «податкові гавані») почали організовуватися у 70-ті роки ХХ століття. Вони приваблює своїм валютно-фінансовим режимом, високим рівнем банківської та комерційної секретності, лояльністю державного регулювання.

*Офшорний банківський бізнес* є особливим різновидом міжнародного банківського бізнесу, який здійснюється у пільговому податковому, валютному, банківському та адміністративному режимах.

Засновниками офшорних банків є провідні ТНБ і ТНК, які використовують переваги офшорних зон в своїй глобальній діяльності. Відкриття офшорного банку обходиться низькими засновницькими та адміністративними витратами за рахунок низьких реєстраційних та ліцензійних зборів. Так, у розвинених країнах вони складають не менше 2-10 млн. дол., а для власників ліцензій типу В і С – 30-40 тис. дол. Крім того, до офшорних банків не застосовуються норми національного грошово-кредитного регулювання, пов'язані з підтримкою необхідного рівня ліквідності, обов'язкових резервів та інших банківських лімітів та норм.

Загалом у світі нараховується близько трьох десятків стійких та комплексних центрів офшорної діяльності, а кількість офшорних банків

перевищує тисячу. До переліку країн, де вже давно функціонують офшорні компанії, належать Панама, Ірландія, Швейцарія, Сінгапур, Багами, Бахрейн, Гонконг тощо. Останнім часом офшорні зони з'явилися в Ізраїлі, Мальті, Малайзії, на Віргінських островах.

Основними операціями офшорних банків є, передусім, відкриття та ведення приватних та корпоративних рахунків резидентів тих держав, де встановився значний рівень оподаткування; мобілізація ресурсів з наступною їх трансформацією в позиковий капітал; операції з євровалютами; надання інвестиційних, страхових, трастових послуг тощо.

Клієнтами офшорних банків є самі банки, транснаціональні корпорації, підприємства малого та середнього бізнесу, що розташовані як в офшорних зонах, так і поза ними, окремі фізичні особи. Офшорні банківські операції відрізняються швидкістю, точністю, підвищеною прибутковістю і, найголовніше, конфіденційністю, чим приваблюють своїх клієнтів. Глобальний характер офшорного банківського бізнесу дозволяє забезпечити мультивалютну маневреність внесків, тим самим додатково їх захистити від знецінення, конфіскації та інших ризиків. Жорстка національна система валютного контролю також сприяє тому, що вітчизняні клієнти будуть частіше переводити, відкривати та обслуговувати свої рахунки саме в офшорних зонах.

Діяльність офшорного банку характеризується наступним:

- Офшорний банк не працює з резидентами країни реєстрації банку;
- Величина сплаченого статутного капіталу, необхідна для реєстрації банку, є значно меншою, ніж в інших країнах;
- Оподаткування офшорного банку є мінімальним;
- Норми обов'язкового резервування та інші банківські нормативи в офшорних банках, як правило, не такі жорсткі, як в інших країнах;
- Повністю відсутній валютний контроль за операціями поза країною.

Найбільше розповсюдження офшорні банки отримали на Віргінських островах, нідерландських Антильських островах, островах Мен і Джерсі, Багамських, Кайманових островах, в Панамі, Бахреїні. Офшорний бізнес, як правило, концентрується в банківській, страховій справі, морському судноплаванні, операціях з нерухомістю, в трастовій діяльності, у всіх видах експортно-імпортних операцій, у консалтингу.

В провідних міжнародних офшорних центрах діють спеціальні закони про офшорну банківську діяльність. Для ведення офшорних банківських операцій необхідно обов'язкове отримання особливої ліцензії від Міністерства фінансів або Центрального банку країни реєстрації офшорного банку. Практично у всіх офшорних центрах практикується аудиторський контроль за діяльністю офшорних банків з боку національних органів регулювання.

Першокласним міжнародним банкам, які мають солідну репутацію, видається банківська ліцензія типу А, що дозволяє здійснювати банківські операції як іноземними, так і з місцевими резидентами, причому з нерезидентами – в будь-якій іноземній валюті. Така ліцензія надається на термін до п'яти років; якщо банк не порушує діючі норми офшорного банківського бізнесу, ліцензія автоматично пролонгується на наступний термін.

Розрахунки в національній валюті країни реєстрації банкам заборонені. Для того, щоб забезпечити захист інтересів клієнтів банку, до банків – власників ліцензії типу А висуваються підвищені вимоги відносно мінімальних сум статутного та сплаченого капіталу, ліцензійного та реєстраційного збору.

*Банківська ліцензія типу В* дозволяє здійснювати всі або майже всі банківські операції з нерезидентами за кордоном в іноземних валютах, банківське обслуговування резидентів країни реєстрації банку забороняється. Зазвичай така ліцензія надається на один рік і, якщо банк не порушує вимог, що висуваються до офшорних банків з боку національних органів регулювання, пролонгується на наступний термін. Оскільки вимоги відносно мінімальних сум статутного та сплаченого капіталу, ліцензійного та реєстраційного зборів відповідно до ліцензії типу В є не такими жорсткими, як у випадку з ліцензією типу А, більша частина офшорних банків працюють за даною ліцензією.

*Банківська ліцензія типу С* видається офшорним банкам з правом проведення обмеженої кількості банківських операцій в окремих іноземних валютах з певними нерезидентами (банківські операції, види валют, нерезиденти вказуються у ліцензії). Офшорний банк, володіючи такою ліцензією, не має права здійснювати операції на ринку країни реєстрації. Вимоги відносно мінімальних сум статутного та сплаченого капіталу, ліцензійного та реєстраційного зборів незначні. Часто таку ліцензію отримують не тільки банки, але й окремі фізичні особи, що бажають мати свій власний офшорний банк.

Діяльність офшорних зон у світовій економіці спеціалісти оцінюють вельми неоднозначно. Існує думка, що офшорні центри часто виступають місцем відмивання «брудних грошей» і різного роду банківських афер. Останнім часом спостерігаються спроби окремих країн посилити контроль за діяльністю офшорних зон, передусім це стосується підвищення жорсткості норм податкового законодавства відносно оподаткування діяльності підприємств, які отримують прибутки з офшорних зон. З іншого боку, при укладанні договорів про попередження подвійного оподаткування з офшорною зоною практикується обов'язкове застереження в угоді відносно обміну інформацією.

Розвиток офшорних ринків з пільговим режимом регулювання єврооперацій та мінімальним оподаткування призвело до утворення *банківських та страхових зон з пільговим режимом здійснення операцій (вільні банківські зони)*. Вільні банківські зони є різновидом вільних економічних зон – обмежених територій, міст, в яких діють особливі пільгові економічні умови для іноземних та вітчизняних підприємців, що сприяють розв'язанню загальноекономічних, зовнішньоторговельних, валютно-фінансових, науково-технічних, науково-технологічних і соціальних завдань.

У світовій практиці створення вільних економічних зон є два напрями. В одному випадку діє територіальний підхід, а вільна економічна зона розглядається як конкретна, певна територія, на яку поширюється пільговий порядок функціонування. Інший підхід – режимний (функціональний),

відповідно до якого зона розглядається як конкретне комплексне підприємство, якому надані певні переваги при дотриманні певних вимог.

Створення вільних банківських зон пов'язане з реалізацією наступних завдань:

- Економічні – залучення іноземного і національного капіталу, укріплення національної банківської системи за допомогою спеціального пільгового економічного механізму, стабільної законодавчої бази, спрощення організаційних процедур, менш жорстких банківських нормативів тощо.

- Соціальні – розвиток фінансових центрів, підвищення зайнятості, створення прошарку високопрофесійних банківських спеціалістів шляхом вивчення та впровадження на практиці світового досвіду в сфері організації та управління міжнародним банківським бізнесом.

- Науково-технічні – розвиток інноваційних процесів, залучення прогресивних інформаційних технологій, залучення висококваліфікованих іноземних спеціалістів.

Спочатку вільні банківські зони з'явилися у США (з 1981 року), потім в Японії (з 1986 року), Європі, інших регіонах світу. Створення вільних банківських зон сприяє розширенню джерел фінансування, зниженню вартості фінансів та банківських послуг. Водночас зони подібного типу посилюють міжбанківську конкуренцію. В цілому, створення вільних банківських зон у світовому господарстві сприяє подальшій інтернаціоналізації банківського бізнесу, створенню міжбанківського ринку.

### **Контрольні питання до теми 19**

1. Яка роль банків в переливі фінансових ресурсів світового господарства?
2. Назвіть основні чинники розвитку інтернаціоналізації банківської діяльності.
3. Які виділяються етапи розвитку інтернаціоналізації банківського бізнесу?
4. Чим викликана необхідність регулювання міжнародної банківської діяльності? Охарактеризуйте його основні складові.
5. Що собою представляє транснаціональний банк, перерахуйте його основні характеристики.
6. У чому виявляється інтернаціоналізація організаційної структури ТНБ?
7. В яких формах комерційний банк може здійснювати вихід на зарубіжні ринки?
8. Назвіть форми взаємодії транснаціональних банківських і промислових капіталів.
9. Що собою представляє офшорний банківський бізнес?

## ТЕМА 20. МІЖНАРОДНЕ ОПОДАТКУВАННЯ

1. Сучасна система міжнародного оподаткування.
2. Міжнародне податкове планування.
3. Передумови та доцільність впровадження глобального податку на фінансові операції.

### 1. Сучасна система міжнародного оподаткування.

Однією з найважливіших відмінних рис світового господарства є зростання взаємозалежності економік різних країн, розвиток інтеграційних процесів, інтенсивний перехід цивілізованих країн від замкнених національних господарств до економіки відкритого типу. У світових господарських зв'язках однією з найбільш актуальних проблем стає завдання ефективної міждержавної взаємодії. Ця взаємодія здійснюється за допомогою комплексу спеціальних методів, в системі яких виокремлюються податкові.

Вільний рух товарів і капіталів створив такі умови, де відкритість економіки обмежується практично тільки жорсткими рамками національних податкових систем. Це призводить до необхідності вироблення загальних підходів у визначенні об'єктів і місця міжнародних операцій, уніфікації податків, зближенні податкових ставок, усуненні податкової дискримінації і організації дієвої системи податкового контролю.

Практично у всіх країнах існують податкові правила, що регулюють податковий режим для своїх резидентів, які діють за кордоном, і для іноземних платників податків, що діють в країні. Хоча міжнародні податкові системи в різних країнах неоднакові, між ними існує принципова схожість і взаєморозуміння. Таке взаєморозуміння може як закріплюватися в двосторонніх договорах про запобігання подвійному оподаткуванню, так і включатися у внутрішнє податкове законодавство, формуючи основу розвитку міжнародних податкових відносин.

*Міжнародні податкові відносини* представляють собою відносини між країнами з приводу взаємного врегулювання сфер застосування податкового законодавства (податкової юрисдикції) і інших питань оподаткування.

Основним елементом міжнародного оподаткування є визначення поняття «резидент». Визначення країни, по відношенню до якої особа (фізична або юридична) є резидентом, має особливе значення як для податкових цілей, так і для розв'язання спірних випадків подвійної резиденції. Так, США здійснюють юрисдикцію над своїми громадянами і зареєстрованими в США компаніями, незалежно від місця отримання доходу. Податкова юрисдикція, заснована на громадянстві, може пояснюватися доступними для громадян вигодами. Громадяни США реально використовують договори страхування; вони можуть повернутися в США у будь-який час, їм також забезпечений захист уряду країни під час їх перебування за кордоном. Податкові платежі забезпечують

такі гарантії. Американські корпорації, незалежно від їх фізичної присутності в США, користуються перевагами американських законів про юридичних осіб. Проте Америка є унікальною країною, що визначає громадянство як підставу для юрисдикції. Ознака територіальності найбільш часто зустрічається в податковому законодавстві держав. Територіальний зв'язок виправдовує здійснення податкової юрисдикції тим, що платник податків винен брати участь у витратах на управління країною, що забезпечує отримання доходу, його підтримку і інвестування, а також його використання через споживання. Принцип територіальності діє відносно осіб і об'єктів (тобто доходу).

Важливим в цілях оподаткування є однозначне тлумачення понять не тільки суб'єктів, але і об'єктів оподаткування. Найбільш часто до об'єктів оподаткування належать:

- доходи від нерухомого майна;
- прибуток від комерційної діяльності;
- дивіденди, відсотки, роялті;
- доходи від відчуження майна;
- доходи, отримані від залежних і незалежних приватних послуг;
- інші доходи.

Якщо іноземне підприємство здійснює комерційну діяльність на території іншої держави, то для оподаткування необхідно вирішити два основні питання: чи здійснюється господарська діяльність через постійне представництво; по якому прибутку (якщо він є) постійне представництво оподатковується.

Прибутком, що відноситься до постійного представництва, є той, який воно могло б отримати у випадку, якщо б функціонувало на території іншої держави як відособлене і окреме підприємство, що здійснює таку ж або аналогічну діяльність в таких же або аналогічних умовах і що діє зовсім незалежно від підприємства, постійним представництвом якого воно є. При визначенні прибутку, отриманого від комерційної діяльності постійним представництвом, віднімаються витрати, понесені в ході здійснення цієї діяльності. Порядок розрахунку і величина оподаткування визначаються внутрішнім податковим законодавством на загальних умовах, вживаних як і для підприємств-резидентів.

Недискримінація встановлює принцип, згідно з яким не допускається в одній державі стягування більш обтяжливих податків з громадян іншої держави, незалежно від того, чи є вони резидентами однієї з держав. Таким чином, всі громадяни однієї держави мають право на отримання цих переваг, навіть якщо вони є резидентами третьої країни. В той же час положення про недискримінацію ніяким чином не зобов'язує представляти нерезидентам будь-які особисті пільги, звільнення або знижки в оподаткуванні.

Держава має право вирішувати, надати чи ні особисті пільги фізичним особам, оскільки вони, можливо, мають аналогічні пільги в тій державі, резидентами якої вони є. Недискримінація є також важливим положенням, що зобов'язує державу відноситися до постійного представництва іноземного підприємства із застосуванням такого ж податкового режиму, як і відносно національних підприємств, зайнятих в цій галузі. Це означає також, що таким



підприємствам надається таке ж право по вирахуванню витрат, понесених в результаті господарської діяльності, як і підприємствам резидентам.

Певний порядок розв'язання труднощів і проблем, що виникають в практиці міжнародного оподаткування, пропонує «процедура взаємної угоди». Згідно із законодавчо закріпленою в двосторонніх договорах процедурою взаємної угоди платникові податків надано право звертатися в податкові органи країни резиденції, якщо він припускає, що оподаткування суперечить правилу недискримінації. Податкові органи можуть вступати в прямі контакти один з одним в цілях досягнення угоди по спірних питаннях і для обміну інформацією, минувши дипломатичні канали. Існують два основні способи обміну інформацією. Перший – автоматичний, коли податкові органи однієї країни за своєю ініціативою надають інформацію податковим органам іншої країни. І друга форма обміну – за запитом, коли податкові органи однієї країни письмово запрошують іншу сторону про надання інформації на певного платника податків.

Співробітництво податкових адміністрацій держав шляхом обміну інформацією є важливим заходом в боротьбі з ухиленням від сплати податків і в цілях запобігання подвійному оподаткуванню.

Однією з проблем міжнародних відносин, які стають не заваді економічному зростанню, є проблема подвійного оподаткування. Міжнародне оподаткування на сучасному етапі характеризується координацією податкового законодавства держав з метою уникнення подвійного оподаткування суб'єктів міжнародних відносин.

*Подвійне оподаткування* виникає внаслідок того, що одна держава претендує на право стягувати податок на основі факту проживання (або громадянства) платника податку, а інша – на основі місця отримання доходу. Подвійне оподаткування може також виникати у випадку, коли обидві сторони стверджують, що платник податку є їх резидентом, або якщо кожна з двох держав стверджує, що дохід отримано саме на її території.

Подвійне оподаткування – це насамперед надмірне оподаткування. У сучасній економічній літературі розмежовують поняття юридичного і економічного подвійного оподаткування. Юридичне подвійне оподаткування виникає тоді, коли один і той же об'єкт неодноразово потрапляє під обкладення різними податками, або під оподаткування одного і того ж об'єкту потрапляють різні платники податків. Економічне подвійне оподаткування виникає тоді, коли один і той же дохід або власність потрапляють під податкову юрисдикцію більш ніж однієї країни. Така відмінність в цих поняттях обумовлена, на перший погляд, територіальністю, а саме: юридичний підхід – проблемами національного законодавства, а економічний – недосконалістю міжнародного права. В той же час юридичне подвійне оподаткування (або місцеве) також стає міжнародною проблемою, коли в зону дії надмірного оподаткування потрапляє міжнародний капітал. У зв'язку з цим розділяти ці два поняття при усуненні подвійного оподаткування не можна.

Ситуації, що призводять до виникнення подвійного оподаткування, на практиці можна підрозділити на такі:

- одна і та ж особа визнається резидентом в більш ніж одній країні (подвійне резидентство|);
- один і той же дохід обкладається в одній країні – на основі резидентства його одержувача, а в іншій – на основі правила про джерело доходу (подвійне обкладення всієї суми доходу);
- витрати, понесені платником податків, по-різному зараховуються на територіях різних держав (обкладення двох осіб поодиночці і тому ж доходу);
- один і той же дохід розглядається як такий, що має своє джерело (походження) в двох (або більш) країнах (подвійне обкладення іноземного доходу).

Подвійне оподаткування має певні негативні наслідки. Воно спричиняє за собою не тільки те, що одна і та ж операція фактично оподатковується більше одного разу, але і те, що сума цих окремих податків часто перевищує суму податку, що обчислюється по інших порівнянних з економічної точки зору операціях. Надмірне оподаткування у свою чергу призводить до податкової дискримінації. Причому до дискримінації як по відношенню до іноземного капіталу, так і по відношенню до вітчизняного. Це особливо актуально| при вирішенні питань про інвестування економіки, і насамперед – іноземними інвестиціями. Податкова дискримінація породжує різні форми податкового ухилення, для усунення яких потрібний ряд додаткових процедур як на міжнародному, так і на національному рівні.

Країни намагаються уникати подвійного оподаткування або одностороннім шляхом на основі внутрішнього (національного) законодавства, або згідно з двосторонніми міждержавними договорами з питань оподаткування. Основною метою уникнення подвійного оподаткування є сприяння міжнародній торгівлі та інвестуванню шляхом зменшення податкових бар'єрів, які перешкоджають вільному міжнародному обміну товарів і послуг. Полегшення податкового тягара стимулює розвиток торгівлі та інвестування. Майже в усіх країнах існують правила оподаткування, які регулюють податковий режим для своїх резидентів, що діють за кордоном, та для іноземних платників податків, діючих у даній державі. Хоча податкові системи в країнах неоднакові, між ними існує принципова схожість і можливе взаєморозуміння. Іноді таке взаєморозуміння закріплюється у двосторонніх угодах щодо конкретних податків; в інших випадках відповідний податковий режим встановлюється національним податковим законодавством якоїсь окремої країни.

У багатьох країнах існує законодавство, яке регулює міжнародні операції і забезпечує одностороннє звільнення від подвійного оподаткування, однак такі односторонні зусилля не завжди дають змогу повністю вирішити існуючі проблеми. Тому одним із завдань договору про усунення подвійного оподаткування є вирішення конфлікту щодо статусу резидента. Подібні угоди певною мірою забезпечують визначеність і передбачуваність статусу резидента, що дає змогу платникам податків планувати свої дії. Положення, що містяться в угодах, передбачають обмін інформацією між країнами. Це допомагає сторонам угоди забезпечувати застосування положень внутрішнього податкового законодавства.

Міжнародне оподаткування повинне виходити з наступних *принципів*:

– неупередженість відносно експорту капіталу, тобто на вибір платника податків між інвестуванням у себе в країні або за кордоном не впливає питання про оподаткування. При ідеальній конкуренції неупередженість відносно експорту капіталу призводить до його ефективного перерозподілу;

– неупередженість відносно імпорту капіталу (іноземна конкурентна неупередженість), коли всі суб'єкти, що діють на ринку, або операції оподатковуються по одній ставці;

– національна неупередженість. Відповідно до цього принципу загальний прибуток з капіталу або доходу, що розподіляється між державою і платником податків, має бути однаковим незалежно від того, де інвестований капітал або отриманий дохід: на вітчизняній території або за кордоном.

Здійснюючи ці підходи до оподаткування, міжнародне співтовариство застосовує різні форми і методи, які зазвичай закріплюються в міжнародних договорах про уникнення подвійного оподаткування.

До найбільш використовуваних в міжнародній практиці *методів усунення надмірного оподаткування* відносяться.

1. Метод податкового кредиту.
2. Метод податкового звільнення.
3. Метод податкових пільг.

Метод податкового кредиту (заліку, вирахування) має на увазі згоду держави прийняти до заліку суму податків, сплачену за кордоном платником-резидентом податків цієї держави по відношенню до доходів, що виникли на території іншої держави. Розрізняють «необмежений податковий кредит» і «обмежений податковий кредит». Якщо перший з них має на увазі не тільки повний залік всієї суми податку за кордоном, але і повернення переплати з вітчизняного бюджету, то другий є найбільш поширеним методом в практиці усунення подвійного оподаткування і використовується не тільки в міжнародних договорах, але і в односторонньому порядку як норма національного податкового законодавства. Згідно методу «обмеженого податкового кредиту» платники податків сплачуватимуть в своїй країні тільки суму перевищення податків своєї країни над податками, сплаченими за кордоном. Якщо ж доходи платників податків за кордоном обкладаються по вищих ставках, ніж в своїй країні, то відшкодування або компенсації для них не передбачається.

Метод податкового звільнення передбачає звільнення іноземних доходів від сплати податків, заохочуючи таким чином до інвестування зарубіжний капітал. Метод податкового звільнення може застосовуватися одночасно з методом податкового кредиту, розповсюджуючись на так звані пасивні доходи, тобто на доходи, отримані не від господарської діяльності: відсотки, дивіденди, роялті тощо.

Окрім цих методів, застосовується також зниження ставок податку для доходів з іноземних джерел і різні види податкових пільг у вигляді інвестиційних кредитів, вирахувань і неоподатковуваних резервів. Деякі країни дозволяють своїм платникам податків віднімати податки, сплачені за кордоном, як звичайні поточні витрати.

Законодавче закріплення форм і методів усунення подвійного оподаткування найбільш дієво реалізується в міжнародних договорах. Проблеми, які вирішуються за допомогою двосторонніх податкових угод, умовно можна розділити на дві групи: прямі і непрямі. До прямих відносять: усунення подвійного оподаткування; запобігання податковому ухиленню; розподіл прав оподаткування між державами; запобігання деяким формам податкової дискримінації. Непрямі проблеми передбачають залучення іноземних інвестицій і сприяння своїм резидентам в інвестиційній діяльності, розв'язання інших податкових проблем.

Податкові угоди покликані усунути всі можливі випадки подвійного оподаткування, які можуть виникати між країнами-партнерами. З цією метою в угодах передбачається послідовне застосування ряду певних правил і процедур.

Податкові угоди зазвичай встановлюють трьохярусну систему усунення подвійного оподаткування. На першому етапі усувається подвійне оподаткування, що витікає з відмінностей між правилами резидентства і джерела доходу, вживаними в країнах-партнерах. Для цих цілей в угоді є як статті про уникнення подвійного резидентства, так і статті, що встановлюють виняткове право одної із сторін на оподаткування кожного виду доходу.

На наступному етапі усувається надмірне оподаткування, що виникає внаслідок невідповідності між правилами резидентства і джерелом доходу у внутрішньому законодавстві. На третьому етапі усувається подвійне оподаткування внаслідок відмінностей у визначенні оподатковуваного доходу в країнах-партнерах. Таке оподаткування, як правило, виникає в результаті заходів, здійснюваних податковими органами в рамках їх компетенції перерозподіляти в податкових цілях доходи платників податків. Такі права закріплені за податковими органами у внутрішньому законодавстві більшості країн і підтверджуються податковими угодами.

У світовій практиці застосовуються найрізноманітніші за формою і змістом податкові угоди і конвенції. Податкові угоди про усунення (уникнення) подвійного оподаткування доходів і капіталу є найбільш поширеними і важливими видами податкових угод. Зараз налічується вже більше 2 тисяч подібних угод. Розвинені зарубіжні країни практично повністю охоплені мережею подібних угод. Всі вони ґрунтуються на типових конвенціях, розроблених ОЕСР в 1963 і 1977 рр.

## **2. Міжнародне податкове планування.**

Для оптимізації оподаткування суб'єкти зовнішньоекономічної діяльності активно застосовують міжнародне податкове планування. Податковому плануванню відводиться важлива роль у системі заходів регулювання економічної діяльності, при цьому різноманітність податкових законодавств і механізмів їх застосування в світовій практиці забезпечує податковому плануванню провідну роль у виборі форм і місця здійснення зовнішньоекономічної діяльності.

**Податкове планування** представляє собою процес обґрунтування на перспективу величини податкових зобов'язань з метою визначення реальних доходів суб'єктів господарювання і населення, а також управління ними.

Одним із завдань, що вирішуються за допомогою податкового планування, є вибір оптимальної форми оподаткування. Пошук найбільш вигідного для суб'єкта господарювання оподаткування найчастіше здійснюється шляхом податкового маневрування – мінімізації податкових платежів в рамках податкового законодавства.

Класифікувати види податкового планування можна як за тривалістю (періодичності) податкових прогнозів, так і за сферою застосування.

За тривалістю здійснення податкових прогнозів планування умовно можна підрозділити на: поточне (діє в рамках поточних податкових зобов'язань, що визначаються податковим періодом: місяць, рік) і перспективне (податкове планування інвестиційних проектів, господарської діяльності підприємств, що тільки відкриваються, дочірніх структур, філій і тому подібне).

За сферою застосування можна виділити наступні *види планування*:

- особисте (сімейне) податкове планування;
- внутрішньофірмове податкове планування;
- міжфірмове (в межах консолідованого платника податків (концерн, об'єднання, холдинг і тому подібне) податкове планування;
- міжнародне податкове планування.

Необхідно також відзначити, що ці класифікації достатньо умовні і елементи різних видів податкового планування простежуються один в одному. Так, особисте податкове планування, представлене в основному прибутковим оподаткуванням і оподаткуванням дивідендів, широко застосовується як варіант внутрішньофірмового з метою перерозподілу доходів і використання пільг, що надаються фізичним особам.

Внутрішньофірмове планування пов'язане з перевагами розподілу доходів між структурними підрозділами або підприємствами – контрагентами, що представляють один одному найбільшу вигоду у вигляді знижок і трансфертних цін (міжфірмове податкове планування), які у свою чергу здійснюють міжнародне податкове планування.

Міжнародне податкове планування дозволяє використовувати різні механізми та інструменти податкового регулювання, недоступні для податкового планування в рамках вітчизняного податкового законодавства.

Мінімізація податкових зобов'язань може бути досягнута за рахунок:

- зменшення податкової бази;
- застосування нижчих податкових ставок;
- зміни резидентства (насамперед, шляхом використання пільг, що надаються іноземному капіталу).

Міжнародне податкове планування включає широкий діапазон різноманітних податкових інструментів, таких як:

- розміщення господарської діяльності в країнах або регіонах з пільговим податковим режимом (вільних економічних зонах, податкових гаванях і тому подібне);
- інвестування капіталу в країни, що мають низькі податкові ставки або звільнення від оподаткування пасивних доходів: дивідендів, відсотків, роялті;
- використання переваг, що надаються країнами, які виплачують доходи по активних операціях: фінансові і страхові операції, будівництво, судноплавство, малий бізнес;
- застосування трансфертного ціноутворення і розподіл прибутків в зони з найбільш сприятливим податковим кліматом;
- використання переваг двосторонніх податкових угод;
- застосування вигод інтеграційних об'єднань (безмитний рух товарів і тому подібне).

Найбільш поширеним в міжнародному бізнесі способом податкового планування є розміщення господарської діяльності в країнах або регіонах з пільговим податковим режимом.

Серед спеціальних податкових режимів насамперед виділяють вільні економічні зони (ВЕЗ).

*Вільні економічні зони* – це відособлені території держави з пільговим (в порівнянні із загальним) режимом господарської діяльності для іноземних інвесторів і підприємств з іноземними інвестиціями. Основними умовами створення ВЕЗ є поряд із залученням іноземного капіталу розвиток експортного вітчизняного потенціалу, використання передової зарубіжної техніки, технологій і управлінського досвіду.

Серед найбільш поширених форм залучення іноземного капіталу можна також відзначити організацію вільних митних зон (ВМЗ).

*Вільна митна зона* – це митний режим, при якому іноземні товари розміщуються і використовуються у відповідних територіальних межах без стягування мита і податків, а також без застосування заходів економічної політики.

На сьогоднішній день практично жодна схема міжнародного податкового планування не обходиться без офшорного бізнесу.

*Офшорна територія* (податкова гавань, податковий оазис) – держава або територія, що проводить політику залучення капіталів з-за кордону шляхом надання податкових і інших пільг. Пільги надаються не тільки іноземним, але і місцевим компаніям.

Як офшорні юрисдикції найчастіше виступають незалежні держави або відособлені території, що мають особливий державно-правовий статус. Уряди цих юрисдикцій стимулюють розвиток сектора офшорних послуг з метою залучення іноземного капіталу, збільшення зайнятості населення і підвищення ділової активності|.

Поняття офшорної компанії і її статус зазвичай визначаються спеціальним законом або іншими аналогічними нормативними актами. За загальним правилом компанія зобов'язана бути нерезидентною, її центр управління і контролю знаходиться за кордоном. У законодавстві міститься ряд|

вимог, які пред'являються до компанії, зареєстрованої як офшорна. Зазвичай ці вимоги зводяться до трьох основних принципів:

- власниками офшорної компанії не можуть бути резиденти даної офшорної юрисдикції;
- офшорна компанія не має права проводити ділові операції, мати майно і джерела доходу на території цієї юрисдикції;
- управління офшорною компанією, включаючи підписання контрактів, повинне здійснюватися за кордоном.

Головна особливість офшорної компанії полягає в звільненні від податків. Проте до офшорних компаній застосовується щорічне мито або збір. Вимог до мінімально сплаченого капіталу для офшорних компаній зазвичай не існує.

Офшорна компанія – ефективний інструмент податкового планування. Іноді ці компанії характеризуються як «сервісні», оскільки обслуговують фізичних і юридичних осіб, або певний тип бізнесу. Офшорним фірмам властиві й істотні недоліки. Вони в більшості випадків виключені з сфери податкових відносин. Податкові служби піддають особливо упередженій перевірці контракти з офшорними фірмами. У ряді країн, особливо розвинених, запроваджено антиофшорне законодавство.

При міжнародному податковому плануванні необхідно враховувати не тільки статус компанії, але і історичний, політичний, соціально-економічний, географічний контекст офшорної схеми. Одні території користуються репутацією респектабельних (Кайманові острови, Бермуди), інші – максимально ліберальних (Панама, Багамські острови, Ліберія, Сейшельські острови).

Необхідно відзначити також, що в сучасному бізнесі спостерігається своєрідна спеціалізація офшорних територій. Виділяються «податкові гавані», що спеціалізуються на розміщенні холдингів, проведенні банківських, страхових, трастових операцій.

Однією з найважливіших складових міжнародного фінансового планування є *трансфертне ціноутворення*, яке опосередковує рух товарів і послуг в межах транснаціональної групи.

Трансфертні ціни є різновидом цін, вживаних у внутрішньофірмових розрахунках. Рух капіталів вартісного виразу товарів і послуг (трансферти) дозволяють варіювати отримані доходи, перерозподіляючи їх велику частину компаніям, що знаходяться в зонах з найбільш сприятливим податковим кліматом. В той же час маніпуляції з трансфертними цінами податковими органами багатьох країн розглядаються як податкове ухилення і законодавчо обмежуються. Для усунення нелегальних податкових операцій з трансфертними цінами в двосторонніх міжнародних договорах і податкових угодах, а також у внутрішньому податковому законодавстві багатьох країн передбачений порядок визначення (оцінки) здійснюваної операції транснаціональними компаніями.

Інтеграційні процеси в світі призводять до швидкого розвитку різних економічних угруповань і об'єднань, що мають як обов'язкову складову економічної політики, що проводиться, загальні підходи до оподаткування.

Насамперед для економічних угруповань (зон вільної торгівлі) характерна відміна мит у взаємній торгівлі і створення загального митного тарифу відносно третіх країн. Вищі форми інтеграції (спільний ринок, економічний союз) передбачають відміну митних бар'єрів між державами-учасниками, і як наслідок – звільнення від сплати непрямих податків (ПДВ і акцизів), а також проведення єдиної політики в області уніфікації і гармонізації оподаткування.

Розміщення міжнаціональних підприємств на територіях держав, що об'єднуються в економічні угруповання, дозволяє використовувати переваги безмитного і безподаткового руху товарів і послуг у зовнішньоекономічній діяльності, застосовувати єдині стандарти до визначення вартості операцій і їх оподаткування.

### **3. Передумови та доцільність впровадження глобального податку на фінансові операції.**

Однією зі складових системи міжнародного оподаткування є глобальні податки. Міжнародна система оподаткування нараховує кілька різновидів податків. Загальний принцип використання міжнародних податків полягає в тому, що база оподаткування повинна бути якомога ширшою, а податкова ставка – найнижчою.

Світова фінансова криза 2008 року поновила інтерес наукових кіл до вироблення нових, більш ефективних заходів стабілізації системи міжнародних валютно-фінансових відносин. Однією з причин сучасної світової фінансової кризи є значний відрив розвитку фінансового сектору від реального сектору економіки. Випереджаючі темпи розвитку фінансових операцій значною мірою пов'язані з активізацією спекуляцій на світовому фінансовому ринку. Неконтрольований масштабний рух спекулятивного капіталу вже ставав чинником дестабілізації ряду національних фінансових систем, в основному, в країнах, що розвиваються. Зважаючи на глобальне поширення негативних наслідків фінансових, у тому числі валютних спекуляцій, виникає необхідність врегулювання проблеми міжнародного руху спекулятивного капіталу не тільки на національному, але й на міждержавному рівні, передусім, за рахунок активізації глобального валютно-фінансового співробітництва.

Одним із напрямів глобального валютно-фінансового співробітництва є розвиток міжнародного оподаткування фінансових операцій. За критерієм максимізації фіскального потенціалу залежно від величини бази податку найперспективнішим стає оподаткування валютних операцій, оскільки в масштабах світової економіки обсяг операцій з обміну іноземних валют перевищує один трильйон доларів на добу при тенденції до постійного зростання.

У 1972 р. американський економіст, професор Єльського університету Джеймс Тобін уперше запропонував запровадити податок на валютні операції (currency transaction tax), що здійснюються в глобальному масштабі. Пропозиція Тобіна полягає в обкладанні в масштабах всього світу спекулятивного руху капіталів особливим податком у розмірі до 1% від суми операції. При цьому



пропонується встановити податок на двох рівнях – нормальному й екстремому. Екстремне оподаткування могло б вводитися при загрозі різкого знецінення певної валюти за умов масштабних валютних спекуляцій і передбачало б можливість підвищення ставки оподаткування до 50% [20].

Основною метою податку на валютні операції є намагання обмежити валютні спекуляції, на які припадає значна частина міжнародних валютних операцій, а також стимулювати інвестиції підвищити ступінь незалежності національної грошової політики. Дослідження валютних криз, що мали місце в останні роки, показує, що саме неконтрольовані потоки спекулятивних капіталів, не пов'язані з реальною динамікою виробництва чи торгівлі, спричинили серйозні втрати для національних економік і призвели до розвитку світової валютної кризи. Отже, крім фіскального призначення, податок Тобіна має виконувати функцію податку з валютних спекулянтів.

Кошти, отримані за рахунок застосування податку на валютні операції, Тобін запропонував використовувати для фінансування соціально-економічного розвитку країн, що розвиваються, та боротьби з бідністю. Так, при оподаткуванні світової суми валютних оборотів за ставкою всього 0,25% протягом року потенційно може бути створено цільовий фонд розвитку обсягом 1 трлн. доларів. Оскільки переважаюча частка обороту валют припадає на розвинені країни, податок Тобіна передбачає створення нового механізму перерозподілу фінансових ресурсів світу. Однією з негативних сторін фінансової глобалізації є збільшення розриву між найбагатшими та найбіднішими країнами. Відтак, податок Тобіна може слугувати не тільки засобом глобальної валютної стабілізації, але й інструментом зменшення негативних наслідків фінансової глобалізації.

Таким чином, головними цілями введення податку Тобіна є обмеження спекулятивного руху капіталу і фінансова допомога найменш розвинутим країнам. При цьому вказаний міжнародний податок не буде суперечити сучасним тенденціям регулювання міжнародних економічних відносин, оскільки оподаткування є непрямим (економічним) методом регулювання міжнародних потоків капіталу.

У 2009 р. обговорення доцільності впровадження податку Тобіна перейшло з теоретичної площини в практичну. Уряди Франції та Великобританії запропонували ввести глобальний податок на фінансові операції як засіб обмеження спекулятивного руху капіталів. Податком передбачається обкладати банки, страхові компанії та біржі. Прибічники глобального оподаткування вважають, що податок Тобіна допоможе скоротити ризиковані фінансові спекуляції та стимулюватиме банки розробляти довгострокові інвестиційні стратегії.

Проте навіть серед прибічників впровадження глобального податку не існує єдиної точки зору щодо того, хто повинен розпоряджатися коштами від податку Тобіна і для чого вони мають використовуватися. Деякі економісти вважають, що податок Тобіна має бути впровадженим міжнародною установою, наприклад, ООН. Кошти, що надходять в якості міжнародного податку, зроблять фінансування ООН більш незалежним від внесків країн-

учасниць. Водночас, інші вчені пропонують використовувати кошти від податку Тобіна на національному рівні в кожній окремій країні.

Напрями використання коштів від глобального податку на фінансові операції також дискутуються. Найчастіше пропонується використовувати їх у якості резервного страхового фонду на випадок світової банківської кризи. Крім того, акумульовані від податку кошти можуть використовуватися для боротьби з наслідками зміни клімату, особливо у країнах, що розвиваються.

Головними критиками впровадження глобального податку на спекулятивні операції є економісти США та спеціалісти Міжнародного валютного фонду. На їх думку, незважаючи на потенційну ефективність глобального оподаткування фінансових операцій, податок Тобіна є досить складним механізмом валютно-фінансового співробітництва. По-перше, податок Тобіна не зможе ліквідувати довгострокові диспропорції у розвитку світового фінансового ринку. По-друге, податок Тобіна може мати очікуваний ефект тільки при його використанні в масштабах всього світу, що потребує коригування податкового та валютного законодавства всіх країн. По-третє, можливим негативним наслідком цього податку є ризик впливу капіталів в офшорні зони та небезпека розвитку міжнародного тіньового фінансового ринку.

Таким чином, міжнародне оподаткування фінансових операцій є перспективним напрямом глобального узгодження фінансової та валютної політики, що дійсно сприятиме обмеженню фінансових спекуляцій і зменшенню волатильності валютних курсів. Однак на практиці впровадження глобального податку на фінансові операції може бути реалізоване тільки у довгостроковій перспективі з підвищенням ступеню глобалізації світового господарства.

### **Контрольні питання до теми 20**

1. Охарактеризуйте історію розвитку системи міжнародного оподаткування.
2. Наведіть приклади міжнародних податків.
3. Охарактеризуйте проблему подвійного оподаткування.
4. Назвіть методи усунення надмірного оподаткування в міжнародних податкових відносинах.
5. З'ясуйте призначення податку Тобіна.
6. Визначте труднощі із введенням міжнародних податків.

## ТЕМА 21. МІЖНАРОДНЕ СТРАХУВАННЯ

- 1. Ризики на світовому фінансовому ринку.**
- 2. Світовий ринок страхових послуг.**
- 3. Інтернаціоналізація страхового бізнесу.**

### **1. Ризики на світовому фінансовому ринку.**

Діяльність будь-якого господарюючого суб'єкту відбувається в умовах певної невизначеності і часто пов'язана з ймовірністю втрат або недоотримання прибутку. Така невизначеність та загроза збитків в банківській діяльності складає сутність банківських ризиків.

У документах Базельського комітету з банківського нагляду виділяються такі категорії ризиків у банківській діяльності, як системний, стратегічний, кредитний, країнний, ринковий, процентний, ризик ліквідності, валютний, операційний, правовий, репутаційний. Розвиток міжнародної банківської діяльності не призводить до появи нових ризиків, відбуваються лише зрушення в конфігурації банківського ризику, тобто у його внутрішній структурі.

Виходячи з розглянутих особливостей здійснення міжнародних операцій комерційними банками України, можна виділити основні напрямки змін в сфері банківського ризику:

- 1) значна залежність від інформаційних та комунікаційних технологій призводить до посилення стратегічного та операційного ризику;
- 2) динамічність розвитку міжнародних банківських операцій підвищує значення стратегічного ризику;
- 3) зростання орієнтованості на потреби клієнтів призводить до зростання правового та репутаційного ризиків;
- 4) загострення конкуренції в банківському бізнесі тягне за собою підвищення загального рівня системного ризику;
- 5) вихід за межі національного ринку означає посилення акценту на міжкраїновому ризику;
- 6) використання великого переліку іноземних валют викликає підвищення валютного ризику;
- 7) розширення кредитування суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності призводить до зростання кредитного ризику.

Оскільки нових видів ризиків майже не виникає, а лише посилюється загроза окремих видів ризиків, відсутня необхідність вводити в управління ризиками додаткові елементи окрім тих, що вже є у розпорядженні банку. Банки повинні посилити увагу щодо проблем, що виникають у зв'язку з підвищенням рівня певних видів ризиків, а регулюючі органи – напрацювати принципи банківського нагляду, що ураховують специфіку міжнародних банківських послуг.

В цілому процес управління ризиками в сфері міжнародної банківської діяльності включає наступні головні етапи:

- I. Ідентифікація та оцінка ризиків.

II. Контроль за ризиками.

III. Моніторинг ризиків.

Важливою умовою ефективного управління банківським ризиком є визначення банком усіх можливих ризиків, які можуть погрожувати банку в процесі здійснення міжнародної діяльності.

*Стратегічний ризик.*

Стратегічний ризик в сфері міжнародної банківської діяльності виникає у зв'язку з можливістю прийняття помилкових управлінських рішень відносно здійснення того чи іншого виду міжнародних фінансових операцій. Такі рішення належать до стратегічних, оскільки їх результати здійснюють безпосередній вплив на ринкову вартість бізнесу. Банк, який вирішив розширити портфель своїх послуг за рахунок включення до нього міжнародних операцій, отримує найбільші вигоди у разі вірного вибору, оскільки починає діяти на швидко зростаючому сегменті фінансового ринку. Але в той же час він відчуває значні збитки у разі невірного вибору напряму діяльності.

*Операційний ризик.*

Операційний ризик в міжнародній діяльності банків виявляється у ймовірності виникнення збитків або недоотримання прибутку внаслідок труднощів у здійсненні рутинних банківських операцій. В сфері операційного банківського ризику відокремлюють три головні зони ризику:

- 1) функціонування системи безпеки;
- 2) освоєння нових технологій співробітниками банку.

У першому випадку мова йде про те, що можливі порушення в процесах збереження, передачі та обробки інформації щодо міжнародних операцій (знищення, перехоплення даних або зловживання ними, помилки персоналу або клієнтів банку) і відмови у функціонуванні банківських інформаційних систем.

У другому випадку прискорення модернізації інформаційних систем для більш ефективного здійснення міжнародних операцій підвищує вимоги до адаптаційних здатностей персоналу банку і збільшує загрозу виникнення труднощів з переходом до все більш складним електронним технологіям.

*Правовий ризик.*

Велике значення в умовах здійснення міжнародної банківської діяльності набуває правовий ризик, що виникає внаслідок порушення законів і директив регулюючих органів, а також через недостатньо чітке визначення прав та обов'язків контрагентів. Юридичні реалії оформлюються повільніше, ніж економічні, і це розходження особливо помітне в такій динамічній сфері як банківська діяльність.

*Репутаційний ризик.*

З розширенням обсягу міжнародних операцій і відповідним розширенням клієнтської бази зростає і рівень репутаційного ризику банку. Він проявляється в скороченні клієнтури, відтоці внесків, зменшенні вартості акцій банку внаслідок формування стійкої негативної суспільної думки про діяльність даного банку. Цей ризик пов'язаний в першу чергу з різними порушеннями в обслуговуванні клієнтів.

Зазначені види ризиків присутні і в діяльності банків на внутрішньому ринку, однак з виходом на зовнішні ринки зростає ймовірність виникнення міжкраїнного та валютного ризиків.

*Міжкраїнний ризик.*

Виходячи на міжнародні ринки банківських послуг, комерційний банк повинен визнати небезпеки, з якими пов'язана діяльність за межами своєї країни. Причинами міжкраїнного ризику є можливість зміни законодавства в країні базування не на користь іноземних банків (наприклад, заборона відкриття філій або дочірніх банків, блокування рахунків), нестабільність державної влади, незнання місцевих звичаїв та традицій ведення банківського бізнесу та інші особливості іноземних країн.

*Валютний ризик.*

Успішна діяльність комерційних банків на валютних ринках значною мірою залежить від ефективності управління валютним ризиком. Важливе значення для аналізу валютного ризику комерційних банків має його класифікація. Зазвичай валютний ризик поділяють на економічний та фінансовий з відокремленням у структурі останнього операційного і трансляційного ризиків.

Валютний економічний ризик можна визначити як ймовірність несприятливого впливу змін валютних курсів на фінансовий стан суб'єкта господарювання. Валютний операційний ризик – це ймовірність грошових втрат за конкретними валютними операціями, які здійснює суб'єкт. Валютний трансляційний ризик – це ризик, який виникає внаслідок руху обмінного курсу звітної валюти банку щодо курсів валют, у яких банк має незбалансованість між активами й пасивами, вираженими в іноземних валютах.

Кожний вид валютного ризику має свої особливості, які необхідно враховувати при його аналізі. Водночас на практиці досить важко провести межу між економічним, операційним і трансляційним ризиками, оскільки один вид може трансформуватися в інший.

При аналізі міжнародних операцій комерційних банків особливу увагу слід приділяти операційному і трансляційному ризикам.

Оскільки одним з основних факторів виникнення операційного ризику є стан валютної позиції комерційного банку, метою його аналізу є:

- контроль за дотриманням установлених НБУ нормативів відкритої валютної позиції;
- контроль за дотриманням внутрішніх лімітів відкритої валютної позиції, які банк встановлює самостійно;
- оцінка потенційних прибутків і збитків від відкритої валютної позиції.

Найбільш ефективним методом боротьби з валютним ризиком є його хеджування або страхування відкритої валютної позиції за допомогою проведення термінових валютних операцій.

Банк, як і інші господарські суб'єкти, може формувати страхові фонди та резервні активи з метою підвищення своєї ліквідності і можливості покриття непередбачених витрат. Такі резерви можуть формуватися як в національній, так і в іноземній валюті. Тому іншим різновидом валютних ризиків є

зменшення вартості валютних резервів банку через знецінення окремих валют. Найбільш ефективним методом боротьби з цією проблемою світова практика вважає диверсифікацію валютних резервів шляхом включення до їх складу різних видів валют. В такій ситуації збитки від знецінення одних валют будуть покриватися прибутками від зростання вартості інших валют.

#### *Кредитний ризик.*

З переходом комерційних банків до кредитування експортно-імпортних підприємств значно розширюється коло позичальників банку і відповідно зростає кредитний ризик. Кредитування залишається для комерційних банків сферою підвищеного ризику. Головні параметри кредиту, а відтак і рівень кредитного ризику залежать від якості проведення кредитного аналізу.

Традиційна оцінка кредитного ризику і аналіз кредитної якості клієнта базується на використанні системи кредитних рейтингів. З цією метою проводиться аналіз фінансового стану клієнта, визначається його кредитний рейтинг і здійснюється розрахунок ліміту кредитування. Зміна кредитоздатності клієнта знижує його рейтинг і може призвести до зменшення його кредитного ліміту. Однак цей підхід має декілька недоліків. Перший полягає в можливості надання завищеного кредитного ліміту, який часто не відповідає фактичному кредитному використанню. По-друге, поновлення оцінок кредитоздатності проводиться не часто і не завжди може своєчасно відбивати зміни в кредитному стані позичальника. Тому завжди існує ймовірність того, що банк надасть кошти під кредит до того, як кредитний ліміт клієнта буде зменшено, і тоді банк-кредитор понесе збитки.

Формування ліквідних кредитних ринків вимагає створення механізму ринкової оцінки кредитоздатності. Наступним кроком стала поява інструментів для управління кредитними ризиками – кредитних деривативів. Кредитні деривативи є вигідним інструментом для банків, оскільки дозволяють зменшити існуючу концентрацію ризику. Вони дають можливість відокремити кредитний ризик від усіх інших видів банківських ризиків і розподілити ризик кредитора серед інших учасників фінансового ринку. Кредитні деривативи представляють собою контракти типу своп або опціон, які широко використовуються на ринках цінних паперів. Базовими активами, які покладено в основу кредитних деривативів, є банківські кредити та боргові зобов'язання.

Контракти з кредитними деривативами передбачають, що покупець компенсує продавцю (комерційному банку) частину збитків, пов'язаних з такими подіями як неповернення кредиту, банкрутство підприємства – позичальника, зміна дати погашення кредиту.

За допомогою кредитних деривативів банки можуть хеджувати кредитні ризики, забезпечувати диверсифікацію цих ризиків, стати на коротку чи довгу позицію з необхідним профілем ризику. Використання кредитних деривативів дозволить банкам спростити, а надалі і відмовитися від застосування традиційних методів управління кредитними ризиками, таких як попередня оцінка рівня ризику, встановлення ліміту для кожного клієнта, диверсифікація ризиків і створення страхових резервів.

Висока прибутковість операцій з кредитними деривативами на етапі становлення цього ринка привабить банківські установи. Однак проведення операцій навіть з відносно простими видами кредитних деривативів призводить до зростання операційного та правового ризику. Тому на рівні банку необхідно буде допрацювати процедури та регламенти, беручи до уваги можливість виникнення правового ризику.

Разом з тим розвиток ринка кредитних деривативів дозволить зробити кредитування реального сектору, у тому числі експортно-імпортних підприємств, банківською системою більш раціональним та гнучким. Нові економічні відносини, пов'язані з обігом кредитних деривативів, дозволять досягти оптимального розподілу кредитного ризику, причому не обов'язково тільки в межах України, і збільшити обсяги кредитування зовнішньоекономічного сектору навіть при існуючому рівні капіталізації банківської системи без перевищення порогового значення ризику.

*Ризик втрати зовнішніх банківських активів.*

Переважає частка операцій між резидентами та нерезидентами здійснюється через банківську систему. Таким чином, ризики втрати капіталу, які завжди притаманні банківській системі, доповнюються ризиком втрати зовнішніх банківських активів. Недостатня протидія легалізації коштів, добутих злочинним шляхом, створює для банківської системи України ризик втрати зовнішніх активів унаслідок конфіскації чи заморожування коштів на кореспондентських рахунках в іноземних банках або уповільнення міжнародних розрахунків. Вольфсберзькі принципи ведення операцій із клієнтами чітко вказують, що крім міжнародних організацій та національних контролюючих і правоохоронних органів, проблемою «відмивання» коштів повинні перейматися також приватні банківські установи.

## **2. Світовий ринок страхових послуг.**

Одним з важливих способів захисту від виникаючого в ході банківської діяльності ризику є страхування. Ринок страхових послуг – найважливіша складова світового фінансового ринку. Його розмір оцінюється в 2,5 трлн. дол. Ця сума складається з щорічних страхових платежів (премій). Активний техногенний вплив людини на навколишнє середовище призвів до порушення природного балансу, що, у свою чергу, сприяло значному зростанню катастрофічних страхових випадків (шторми, тайфуни, землетруси, повені, урагани тощо) З іншого боку, ведення підприємницької діяльності нерозривно пов'язане з ризиком, викликаним можливістю змін валютних курсів, банкрутством боржників і т. і. В результаті таких непередбачених суб'єктивних або об'єктивних умов суб'єкти міжнародних економічних відносин потребують компенсації втрат.

Оскільки відшкодування збитків практично неможливо здійснити в індивідуальному порядку за рахунок власних ресурсів, виникає необхідність в солідарному відшкодуванні, при цьому чим більша кількість учасників створює подібний фонд для відшкодування витрат, тим менша його частина припадає на

кожного учасника. Таким чином, страхування допомагає створити замкнуту систему для компенсації збитків від дії негативних природних і інших чинників в матеріальному виробництві. За рахунок створення спеціальних фондів за допомогою страхування забезпечується ефективне регулювання відтворювального процесу, забезпечується страховий захист суб'єктів ЗЕД, інтересів держави.

**Страховий ринок** відображає систему економічних відносин, які виникають з приводу перерозподілу грошових коштів, пов'язаного, з одного боку, з формуванням страхового фонду за допомогою фінансових страхових платежів, а з іншого – з відшкодуванням з нього втрат застрахованим. Оскільки функціонування страхового ринку пов'язане з грошовими потоками, то страхування включене у фінансову систему.

Зближення всіх фінансових інститутів, що діють на світовому фінансовому ринку (інвестиційних, пенсійних фондів, страхових компаній, банків) призвело до розвитку інтеграції банківських і небанківських установ.

Залежно від масштабів і географічної ознаки розрізняють:

- національний страховий ринок;
- регіональний страховий ринок;
- світовий страховий ринок.

*Національний страховий ринок* охоплює систему економічних відносин з приводу купівлі продажу специфічного товару «страхового покриття» в рамках окремо узятій країни.

*Регіональний страховий ринок* об'єднує національні ринки страхових послуг окремих регіонів, в рамках яких існують тісні інтеграційні зв'язки.

*Світовий страховий ринок* охоплює систему експорту-імпорту страхових послуг між країнами, регіонами. Основою для розвитку світового страхового ринку стала інтернаціоналізація страхового бізнесу, пов'язана, перш за все, з динамічним розвитком інтернаціоналізації інших сфер міжнародних економічних відносин, що потребують страхового захисту. Крім того, страхові компанії, виступаючи спеціалізованими фінансовими інститутами, концентрують значну частину фінансових ресурсів.

Розвиток і ускладнення конкурентного механізму сприяє посиленню концентрації і централізації в страховому бізнесі. Конкуренція в страхуванні пов'язана із зміною рівня страхових ставок, умовами залучення страхувальників, кількістю і якістю послуг, що надаються.

Монополізація страхових ринків дуже висока. Так, 1% страхових компаній США (близько 50 фірм) володіє 18-20% загальною сумою активів страхового ринку. У Італії перші 10 фірм контролюють 48% страхового ринку країни. У Німеччині 10 страхових груп збирають 51% сумарної страхової премії. У Швейцарії 10 страхових фірм (що складає 8,5% від загального числа страхових компаній) отримують близько 75% страхових премій. До 80-90% страхових ринків Нідерландів, Бельгії, Швеції контролюються 4-5 найбільшими страховими компаніями цих країн.



Високий рівень концентрації і монополізації спостерігається і на регіональних страхових ринках. На чотири найбільші страхові ринки Німеччини, Великобританії, Франції і Італії доводиться близько 82% сукупного обсягу страхових премій Європейського Союзу.

Страхові компанії відносять до спеціалізованих кредитно-фінансових установ, які здійснюють фінансове страхування, тобто формують цільові грошові фонди за рахунок акумуляції коштів населення, підприємств, організацій і здійснюють за рахунок цих фондів виплати в страхових випадках (при настанні певних подій).

*Види страхових компаній*

1. Залежно від форм страхування розрізняють:

спеціалізовані страхові компанії (здійснюють який-небудь один вид страхування). Страхові компанії можуть спеціалізуватися на наступних видах страхування:

а) майнове страхування, об'єктом якого виступають різноманітні цінності (будівлі, машини, майно) Його різновидом є транспортне страхування (морське, авіаційне, автомобільне);

б) особисте страхування, його об'єктом є події в житті фізичних осіб (вік, здоров'я, працездатність). Даний вид страхування, з одного боку, забезпечує відшкодування певних втрат при настанні специфічних подій, а з іншого – виступає як особлива форма заощадження коштів населення;

в) страхування відповідальності, його об'єктом виступає відповідальність перед третіми особами (юридичними або фізичними), яким може бути причинний матеріальний збиток або інша шкода унаслідок дії (або бездіяльності) страховика;

г) перестраховка відображає систему відносин, відповідно до якої перерозподіляється відповідальність з метою зниження ризику між різними страховими компаніями.

Змішані страхові компанії об'єднують декілька видів страхування.

2. Залежно від форми організації страхові компанії підрозділяються на:

акціонерні страхові компанії, їх капітал формується за рахунок випуску переважно акцій (іноді облігацій), що дозволяє за рахунок залучення грошових коштів забезпечити швидке зростання страхових операцій навіть при незначних об'ємах власних ресурсів;

взаємні страхові компанії, кожен учасник такої компанії виступає, з одного боку, членом страхового товариства, а з іншого – застрахований даною компанією. Таким чином, така форма об'єднання створюється з метою забезпечення взаємодопомоги, а страховий внесок виступає одночасно і вступним паєм;

страхові кооперативи організуються на пайовій основі;

державні страхові компанії засновані виключно на державній формі власності.

Розвиток світового ринку страхових послуг, посилення конкуренції на даному ринку сприяє утворенню страхових союзів, серед яких особлива роль належить англійській страховій компанії Lloyd's. Всі операції даної компанії

проводять окремі синдикати індивідуальних страховиків. Члени синдикату вносять депозити, від розмірів яких і залежать масштаби їх діяльності, добровільно формують групи для здійснення тих або інших операцій. Діяльність синдикатів з правом прийому нових учасників координує і контролює спеціальний комітет. Корпорацію Lloyd`s називають провідним страховим ринком світу, на якому щоденні надходження складають 20 млн. фунтів стерлінгів. Членами корпорації є близько 30 тисяч осіб в 70 країнах світу. У свою чергу члени Lloyd`s згруповані в 370 синдикатів.

У світовій практиці укладення страхових договорів здійснюється між страховиком і страхувальником як безпосередньо, так і за допомогою посередників (брокерів, агентів), які діють, як правило, в рамках договірних відносин. Страхові агенти продають поліси від імені страхової компанії. Брокери діють від імені страхувальника, тим самим сприяють максимальному задоволенню інтересів клієнтів.

Посередницькі функції в страховому бізнесі можуть виконувати також різні фінансові і не фінансові інститути – банки, казначейства, туристичні агентства тощо.

У різних країнах залежно від специфіки розвитку страхового ринку використовується різні комбінації реалізації страхових послуг. Так, наприклад, в США близько 80% всіх страхових контрактів укладаються за допомогою страхових брокерів, у Великобританії цей показник складає 70%, але він охоплює тільки ризикові види страхування, оскільки посилювання вимог до фінансових посередників у Великобританії з введенням закону «Про фінансові послуги» (1986 р.) скоротило кількість договорів страхування життя, що укладаються за допомогою брокерів, до 44%. У Німеччині страхування життя реалізується на 65% за допомогою страхових агентів, а контракти по страхуванню підприємницьких ризиків на 85% укладаються за допомогою брокерів. У Італії за допомогою агентів укладається велика частина договорів страхування життя (70%), ризикових видів страхування (78%).

Таким чином, вибір посередників залежить від виду страхування, специфіки страхової послуги, що надається. При цьому при розміщенні контрактів крупних підприємницьких ризиків для юридичних осіб провідні позиції займають брокери, тому в умовах глобалізації їх діяльність тільки розширюватиметься.

### **3. Інтернаціоналізація страхового бізнесу.**

Розвиток міжнародних економічних відносин зумовив інтернаціоналізацію різних видів діяльності (виробництва, банківського бізнесу тощо), у тому числі і страхової, оскільки з'явилися об'єктивні можливості для здійснення міжнародних фінансових операцій.

*Інтернаціоналізація страхового бізнесу пов'язана з двома формами: по-перше, з розвитком іноземного страхування; по-друге, з транснаціоналізацією страхового бізнесу в цілому.*

Іноземне страхування пов'язане, перш за все, із страхуванням ризиків зовнішньоекономічної діяльності, яке реалізується за рахунок страхового обслуговування резидентів, здійснюючих ЗЕД, і страхування іноземних клієнтів, що діють як на території національного господарства, так і за його межами.

Існує безліч видів іноземного страхування, зокрема:

*1. Страхування експортно-імпорتنих вантажів і пов'язаних з ними ризиків.* Даний вид страхування є основним. При страхуванні вантажів використовується страховий сертифікат на пред'явника, що передається разом з правом власності на вантаж. Власник даного сертифікату отримує право отримувати відшкодування при випадковій загибелі або пошкодженні вантажу.

Якщо за договором товарівідправник зобов'язаний сплатити перевізникові обумовлену суму незалежно від того, доставлений товар чи ні, вартість перевезення застраховується як частина вартості товару. Якщо оплата фрахту залежить від безпечного постачання товару, отримання оплати за фрахт застраховується як частина страховки транспортного засобу. Так, під час експорту національних товарів перевагу мають контракти, укладені на умовах CIF («вартість, страхування, фрахт» - експортер доставляє вантаж в порт прибуття з розвантаженням на причалі і несе всі ризики і витрати на момент розвантаження, включаючи страхування).

Під час імпорту товарів перевага віддається договорам, укладеним на умовах FOB («вільно на борту» - експортер зобов'язаний доставити товар в порт відправлення і завантажити його на судно), оскільки купівельна ціна не містить витрат на страхування, і товари можуть бути застраховані в країні-імпортеріві.

Відповідно до змісту зовнішньоекономічних контрактів витрати на страхування може нести одна з договірних сторін, яка і обирає страхову компанію, умови страхування виходячи з власних інтересів і інтересів страхових компаній.

*2. Міжнародне транспортне страхування.* Багато операцій, пов'язаних із здійсненням міжнародного бізнесу, залежать від безпеки транспортування вантажів, товарів, пасажирів.

Перші договори транспортного страхування вантажів стосувалися, перш за все, морських перевезень, а вже потім стали охоплювати сухопутне і повітряне транспортування. У сучасних умовах підходи до здійснення страхування товарів, що перевозяться різними транспортними засобами, фактично єдині. В цілому можна відзначити, що сучасні договори транспортного страхування часто покривають ризики, пов'язані з перевезенням, починаючи від моменту відвантаження товару до моменту, коли товар досягає пункту призначення.

Об'єктами транспортного страхування є відповідальність товарівідправника або перевізника перед третіми особами (наприклад, авіаперевізника перед пасажирами), відповідальність за вантаж, отримання плати за фрахт власником транспортного засобу і безпосереднє страхування транспортного засобу.

3. *Страховання кредитних ризиків.* Кредитні операції завжди пов'язані з ризиком непогашення кредиту. Об'єктом даного виду страхування є фінансові збитки, які може понести кредитор, тобто банк, у разі невиконання позичальником умов кредитного договору. Структура кредитного ризику може бути представлена таким чином. Перш за все, це ризик, пов'язаний з позичальником, він може бути суб'єктивним, об'єктивним і юридичним. Ризик може бути пов'язаний і з предметом застави (ризик ліквідності, кон'юнктури, загибелі, юридичний).

До складу страхового договору входять наступні умови: розмір відповідальності, порядок визначення страхового випадку і визначення страхового відшкодування. непогашення кредиту і несплата відсотків в терміни, встановлені кредитною угодою визначають страховий випадок в страхуванні кредитних ризиків. У зарубіжній практиці страхування використовується дві основні форми кредитного страхування:

- безпосереднє страхування кредитів, при якому банк виступає страховиком і захищає власні інтереси за допомогою механізму страхування;
- страхування застави отримуваних кредитів. У даній формі страховиком є позичальник, боржник, який захищає, тобто застраховує право свого кредитора.

Економічні відносини, що виникають при страхуванні кредитів, характеризуються наступним:

1. Страхувальник, тобто банк, отримує страхове відшкодування збитків у разі невиконання боржником своїх зобов'язань; частина відповідальності (близько 20%) бере на себе; зобов'язується не збільшувати позиковий відсоток по застрахованих кредитах;

2. Страховик, тобто страхова компанія, застосовує санкції у разі порушення банком своїх зобов'язань аж до повної відміни виплат страхових виплат; пропонує, як правило, форму договору; залишає за собою право перевірки і самостійного ухвалення рішень щодо пропонованих до страхування ризиків; бере на себе право регресу до позичальника.

Для встановлення ризику кредитування одного позичальника використовується система оцінки, кредитоспроможності клієнта банку. Певною мірою кредитоспроможність прогнозує платоспроможність клієнта на найближчу перспективу. У світовій банківській практиці при вирішенні питання про видачу кредиту діяльність клієнтів всебічно аналізується по багатьом напрямкам.

При здійсненні міжнародних операцій виникає проблема ризику країни, в якій знаходяться учасники угоди. Ризик країни означає схильність до втрат при закордонному кредитуванні, яке залежить від подій, що протікають в іншій країні. Відповідно до проведеного аналізу визначаються класи позичальників, при цьому, чим більше клас, тим вище ризик кредитування. Економічний аналіз не можна відокремлювати від оцінки зовнішніх чинників (наприклад, політичного ризику). Усі види іноземного кредитування схильні до ризику країни. Оцінка ризику країни - достатньо складний і дорогий захід, оскільки включає розгляд і прогнозування близько 350 змінних.

Оскільки банки акумулюють не тільки значні фінансові, але і інформаційні ресурси, то оцінка кредитного ризику окремого позичальника, банку-партнера, галузі, групи економічних агентів, регіону, країни займає важливу роль в здійсненні банківських операцій в сучасних умовах.

4. *Страховання валютних ризиків.* В результаті здійснення міжнародних операцій здійснюється еквівалентний обмін одного товару на інший товар, або на еквівалент його вартості, виражений в іноземній валюті. Небезпека валютних втрат в результаті зміни курсу валют, ціни (позики) по відношенню до валюти платежу в період між підписанням зовнішньоторговельної (кредитового) угоди і здійсненням платежу по ньому визначає валютний ризик.

Коливання валютних курсів може зробити істотний вплив на діяльність економічних агентів, здійснюючих ЗЕД. У сучасній господарській практиці найбільш поширені три основні методи страхування валютних ризиків: односторонні дії одного з контрагентів; операції страхових компаній або банків; взаємна домовленість учасників операції.

Хеджування – система страхування валютних ризиків, заснована на обліку вірогідних змін обмінних валютних курсів з метою мінімізації фінансових втрат.

Односторонні дії, які можуть застосовувати контрагенти, пов'язані із зміною термінів платежів (наприклад, дострокова оплата по зовнішньоекономічних контрактах в умовах підвищення курсу валюти платежу), структурним балансуванням активів і пасивів, яке дозволяє перекрити збитки від зміни валютного курсу прибутком, отриманим від цієї ж зміни по інших позиціях.

На основі взаємної домовленості учасників зовнішньоекономічної операції використовуються наступні методи страхування:

1) Валютна обмовка – використовується в цілях страхування експортера або кредитора від ризику знецінення валюти. Реалізується за рахунок перегляду суми платежу пропорційно зміні курсу валюти, це повинно бути передбачено у взаємній угоді. Коректування ціни контракту проводиться автоматично, найбільш поширена захисна обмовка у формі неспівпадання валюти ціни і валюти платежу.

2) Включення в контракт багатовалютних (мультивалютних) обмовок пов'язане з нестабільністю плаваючих валютних курсів. Відповідно до даного виду обмовок сума грошових зобов'язань перераховується залежно від зміни курсового співвідношення між валютою платежу і групою валют, обраних за угодою сторін. Найбільш зручним в сучасних умовах є використання спеціальних розрахункових одиниць, наприклад, SDR – особлива грошова одиниця, створена МВФ, вартість якої визначається на основі середньозваженої вартості валют п'яти найбільших країн-членів МВФ, на долю кожної з яких доводиться значна частина світового експорту товарів і послуг.

Операції страхових компаній або банків проводяться не тільки для страхування валютних ризиків, але і в чисто спекулятивних цілях. З метою мінімізації валютних ризиків по операціях купівлі-продажу іноземної валюти, які передбачають її постачання в терміни, що перевищують два дні,

використовуються форвардні контракти. Побоюючись підвищення курсу валюти платежу, імпортер звертається в банк, купує валюту з терміном постачання, наближеним до терміну платежу. З іншого боку, експортер, з метою мінімізації втрат від падіння курсу валюти платежу, продає суму, що належить йому, на певний термін, перекладаючи валютний ризик на банк.

Опціонні операції дозволяють здійснити операції купівлі-продажу валют за фіксованою ціною. В даному випадку ціна опціону обмежує ризик, не обмежуючи при цьому розміри виграшу, який може отримати власник опціону від зміни валютного курсу. На відміну від форвардних операцій, використання опціонів зберігає за суб'єктом ЗЕД право вибору, що підвищує ефективність операцій.

Банк, як і будь-який інший суб'єкт підприємницької діяльності, використовує методи страхування валютних ризиків при управлінні власними валютними ресурсами. З іншого боку, хеджування – різновид банківських послуг.

Другим напрямом інтернаціоналізації страхового бізнесу є його транснаціоналізація, пов'язана із завоюванням світового страхового ринку. Конкурентна боротьба передбачає взаємне проникнення страховиків різних країн на національні страхові ринки. Страхові компанії, освоюючи позанаціональні ринки, перш за все створювали свої представництва, філії, відділення за кордоном. Другим напрямом транснаціоналізації страхового бізнесу є поглинання місцевих страхових компаній.

Залежно від поставленої мети страхові компанії використовують одну із стратегій освоєння нових ринків:

1) Стратегія «ніша». Страхові компанії концентрують свою діяльність на певних ринкових секторах або регіонах, надають певні послуги групі страхувальників. Як правило, дану стратегію обирають компанії, що не мають значного капіталу. Оскільки діяльність подібних компаній зосереджена тільки в одному напрямі, то зміна економічної кон'юнктури, що несприятливо впливає на нього, може негативно відбитися на їх прибутковості.

2) «Багатопрофільна стратегія». З метою поліпшення використання капіталу «багатопрофільну» стратегію, як правило, використовують великі компанії, розподіляючи тим самим ризики між різними секторами економіки. Страховик може тимчасово покинути неприбуткові сфери і направити ресурси туди, де спостерігається підвищений попит на страхові послуги. У середині таких компаній є можливості для створення дрібніших підрозділів, які мають конкурентні переваги в порівнянні з іншими компаніями, що не відносяться до крупних страхових фірм.

Здійснення «багатопрофільної» стратегії вимагає особливого кадрового потенціалу і досвіду роботи, оскільки неефективний менеджмент може привести до роздроблення ресурсів, внаслідок чого неефективна робота одних секторів страхового бізнесу покриватиметься за рахунок роботи інших підрозділів.

Банки активно упродовжуються в страховий ринок. Так, до середини 90-х років ХХ століття частка банків на європейському ринку приватного страхування життя і страхування через старість склала 20%.

Сучасний розвиток страхового бізнесу характеризується подальшою глобалізацією взаємозв'язків між його суб'єктами. На початку 80-х років ХХ століття на світових ринках активізувалося злиття страхових компаній, в яке активно підключалися і банки. Сьогодні в єдину систему об'єднані не тільки банківський і страховий бізнес, але і торгівля, туризм, сфера виробництва тощо. Великі корпорації, як правило, користуються послугами обмеженого числа страхових компаній, між якими встановлюються довгострокові взаємовигідні зв'язки: страхова компанія отримує постійного клієнта, стабільні надходження, а ТНК – постійного страховика, що володіє повною інформацією про свого клієнта, довіряє йому.

Наявність широкої зарубіжної мережі у окремих страхових компаній дозволяє віднести 100 з них до страхових транснаціональних корпорацій. Організаційно вони мають будову у вигляді холдингу, що дозволяє їм через дочірні фірми займатися не тільки страховим бізнесом – інвестиційною, підприємницькою, комерційною діяльністю. Страхові компанії США контролюють 34 з 500 найбільших промислових корпорацій.

В даний час за рахунок відкриття власних філій, дочірніх компаній, відділень, а також за рахунок поглинання місцевих страхових фірм склався могутній зарубіжний сектор страхових компаній.

### **Контрольні питання до теми 21**

1. Назвіть та охарактеризуйте види ризиків на світовому фінансовому ринку.
2. Охарактеризуйте сутність та види страхових ринків.
3. Назвіть види страхових компаній.
4. Охарактеризуйте сучасні тенденції розвитку світового ринку страхових послуг.
5. Охарактеризуйте форми інтернаціоналізації страхового бізнесу.

### **ПРАКТИЧНІ ЗАВДАННЯ ТА ПРОБЛЕМНІ СИТУАЦІЇ ДО РОЗДІЛУ 5**

1. Пояснити, яким чином здійснюється оцінка вартості альтернативних форм фінансування транснаціональної компанії. Визначити переваги та недоліки внутрішніх та зовнішніх джерел фінансування міжнародної фірми.

2. Пояснити взаємозв'язок та взаємозалежність між розвитком процесів фінансової глобалізації та діяльністю транснаціональних банків.

3. Охарактеризувати основні хвилі (етапи розвитку) концентрації в банківській сфері. З'ясувати характерні риси сучасного етапу розвитку процесів концентрації банківського капіталу.

4. Використовуючи дані таблиці 1, прокоментувати основні тенденції в розвитку процесів злиття комерційних банків США. Під впливом яких чинників розвивалася ця динаміка?

Таблиця 1

### Число злиттів комерційних банків США

Роки	Кількість злиттів
40- ті рр.	698
50- ті рр.	1416
60- ті рр.	1382
70- ті рр.	1399
80- ті рр.	3555
90- ті рр.	2035

5. На основі рейтингів найбільших банків світу за розміром капіталу першого рівня прокоментувати географічний розподіл найбільших ТНБ та порівняти рейтинги 2017-2018 рр. з даними попередніх років (кризовий та докризовий періоди). Зробити висновки щодо впливу світової фінансової кризи на позиції провідних міжнародних банків.

6. У таблиці 2 наведено дані щодо розподілу найбільших ТНБ за розміром активів між регіонами світу.

Таблиця 2

### Розподіл провідних ТНБ за регіонами світу, 2007, 2012 і 2017 рр.

Регіон	2007	2012	2017
<i>Частка регіону за кількістю банків з 50 найбільших банків світу, %</i>			
Північна Америка	18	18	18
Латинська Америка і Карибський басейн	-	2	-
Західна Європа	64	52	40
Азійсько-Тихоокеанський регіон	18	28	42
<i>Частка регіону за сукупними активами 50 найбільших банків світу, %</i>			
Північна Америка	15.0	16.9	18.3
Латинська Америка і Карибський басейн	-	0.8	-
Західна Європа	69.9	52.9	35.2
Азійсько-Тихоокеанський регіон	15.1	29.4	46.5

На основі аналізу даних таблиці охарактеризувати зрушення, що спостерігаються у регіональному розподілі найбільших банків, визначити причини цих зрушень.

7. Визначити та прокоментувати найбільші за останні роки угоди зі злиттів і поглинань, що мали місце на світовому ринку банківських послуг.



## ТЕСТОВІ ЗАВДАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. *Порядок розрахунків між учасниками платіжного обороту, що історично склався на базі розвитку товарного виробництва, грошового обігу і міжнародних економічних відносин і регламентується міжурядовими угодами і статутами міжнародних організацій, - це:*
  - A. Система міжнародних розрахунків
  - B. Міжнародна валютно-фінансова система.
  - C. Світовий валютний ринок.
  - D. Світовий фінансовий ринок.
2. *Фінансові ресурси світу мають наступну структуру:*
  - A. Фінансова допомога, світові ринки капіталу, золотовалютні резерви.
  - B. Фінансова допомога, валютні ринки, ринки цінних паперів, приватні золотовалютні резерви.
  - C. Фінансова допомога, валютні ринки, кредитні ринки, офіційні золотовалютні резерви.
  - D. Фінансова допомога, ринки страхових послуг, ринки цінних паперів, золотовалютні резерви.
3. *Сукупність валютно-фінансових відносин, що історично склалися на основі інтернаціоналізації господарських зв'язків і обслуговують ці зв'язки, - це:*
  - A. Міжнародні розрахунки.
  - B. Валютна система.
  - C. Валютний механізм.
  - D. Фінансова система.
4. *Виберіть елемент, що не входить до складу національної валютної системи:*
  - A. Міжнародні валютно-фінансові інститути.
  - B. Умови конвертованості національної валюти.
  - C. Наявність або відсутність валютних обмежень.
  - D. Регламентація використання міжнародних кредитних засобів обігу.
5. *Виберіть елемент, що входить до складу національної валютної системи:*
  - A. Уніфікований режим валютних курсів.
  - B. Світовий валютний ринок.
  - C. Регламентація міжнародних розрахунків країни.
  - D. Резервні валюти.
6. *Виберіть елемент, що входить до складу світової валютної системи:*
  - A. Уніфікований режим валютних паритетів.
  - B. Режим курсу національної валюти.
  - C. Національна валюта.
  - D. Регламентація міжнародних розрахунків країни.
7. *Виберіть елемент, що не входить до складу світової валютної системи:*
  - A. Режим світових валютних ринків і ринків золота.
  - B. Міжнародні рахункові одиниці.
  - C. Встановлення взаємної конвертованості валют.
  - D. Наявність або відсутність валютних обмежень.
8. *Міжнародна валютна ліквідність – це:*

- A. Здатність країни забезпечувати своєчасне погашення своїх міжнародних зобов'язань.
- B. Здатність національної валюти вільно обмінюватися на валюти інших країн.
- C. Форма організації регулювання міжнародних валютних відносин.
- D. Те ж саме, що і ліквідність національної валюти.

9. *Що не є об'єктивною передумовою придбання статусу резервної валюти:*

- A. Можливість покривати дефіцит платіжного балансу національною валютою.
- B. Лібералізація валютних операцій.
- C. Організований і місткий ринок позикових капіталів.
- D. Пануючі позиції країни в світовому виробництві і експорті капіталу.

10. *Показником міжнародної валютної ліквідності служить:*

- A. Відношення офіційних золотовалютних резервів країни до суми річного товарного імпорту.
- B. Відношення офіційних золотовалютних резервів країни до суми річного товарного експорту.
- C. Відношення офіційних валютних резервів до суми загального зовнішнього боргу.
- D. Відношення офіційних валютних резервів до суми чистого зовнішнього боргу.

11. *На номіналістичній і кількісній теоріях грошей базується:*

- A. Теорія регульованої валюти.
- B. Нормативна теорія валютного курсу.
- C. Теорія паритету купівельної спроможності.
- D. Теорія фіксованих валют.

12. *Теорія курсів рівноваги є складовою частиною:*

- A. Теорії паритету купівельної спроможності.
- B. Теорії регульованої валюти.
- C. Нормативної теорії валютного курсу.
- D. Теорії фіксованих валют.

13. *Теорія рухливих паритетів є напрямом:*

- A. Теорії регульованої валюти.
- B. Теорії ключових валют.
- C. Теорії фіксованих валют.
- D. Теорії паритету купівельної спроможності.

14. *Теорія, яка розглядає валютний курс як додатковий інструмент регулювання економіки, рекомендує режим гнучкого курсу, контрольованого державою, - це:*

- A. Теорія паритету купівельної спроможності.
- B. Теорія ключових валют.
- C. Теорія плаваючих курсів.
- D. Нормативна теорія валютного курсу.

15. *Теорія, яка відстоювала стабільність валютного курсу і допускала його зміну лише при фундаментальній нерівновазі платіжного балансу, - це:*

- A. Теорія фіксованих паритетів.
- B. Нормативна теорія валютних курсів.
- C. Теорія плаваючих валютних курсів.
- D. Теорія регульованих валют.

16. *Необхідність орієнтації валютної політики всіх країн на долар і підтримку його як головної резервної валюти, навіть якщо це суперечить їх національним інтересам, доводиться:*

- A. Теорією плаваючих валютних курсів.
- B. Нормативною теорією валютних курсів.
- C. Теорією ключових валют.
- D. Теорією регульованих валют.

17. *На концепції науковця Д. Юма ґрунтується:*

- A. Теорія ключових валют.
- B. Теорія паритету купівельної спроможності.
- C. Теорія регульованих валют.
- D. Нормативна теорія валютних курсів.

18. *Теорія, яка підміняє паритет купівельної спроможності поняттям рівноважного курсу, - це:*

- A. Теорія нейтральних курсів.
- B. Теорія рухливих паритетів.
- C. Нормативна теорія валютного курсу.
- D. Теорія стабільних курсів.

19. *Закон Грешема діяв в період:*

- A. Срібного стандарту.
- B. Золотомонетного стандарту.
- C. Золотозливкового стандарту.
- D. Біметалевого стандарту.

20. *До принципів Бреттон-Вудської валютної системи відноситься:*

- A. Створення валютних блоків.
- B. Плаваючий валютний курс.
- C. Створення міжнародних організацій, регулюючих міжнародні валютні відносини.
- D. Основою є золото і девізи.

21. *Які валютні блоки були створені в період дії Генуезької валютної системи:*

- A. Стерлінговий, франковий.
- B. Доларовий, стерлінговий, франковий.
- C. Доларовий, франковий.
- D. Доларовий, стерлінговий, золотий.

22. *Міжнародний валютний фонд був створений на міжнародній валютно-фінансовій конференції в:*

- A. Генуї.
- B. Бреттон-Вудсі.
- C. Парижі.
- D. Кінгстоні.

23. Одним з планів реорганізації світової валютної системи, який не був прийнятий на Бреттон-Вудській конференції (план Кейнса), було запропоновано створення міжнародної розрахункової одиниці, яка б називалася:
- A. Банкор.
  - B. СДР.
  - C. Світовий долар.
  - D. Євродолар.
24. Що не відноситься до принципів Паризької валютної системи:
- A. Функціонування золота і девізів.
  - B. Встановлення фіксованих валютних курсів.
  - C. Безпосередня конвертація валют в золото.
  - D. Всі вказані принципи характерні для Паризької системи.
25. На Бреттон-Вудській валютно-фінансовій конференції був прийнятий план реорганізації світової валютної системи, запропонований:
- A. Стівенсоном.
  - B. Кейнсом.
  - C. Уайтом.
  - D. Групою учених-економістів з Японії.
26. Фактична ціна валюти при її обміні на іноземну валюту – це:
- A. Реальний валютний курс.
  - B. Середній валютний курс.
  - C. Номінальний валютний курс.
  - D. Паритетний курс.
27. Паритетний валютний курс в даний час розраховується на основі:
- A. Паритету купівельної спроможності валют.
  - B. Золотого паритету валют.
  - C. Розрахунку середнього валютного курсу.
  - D. Всі відповіді невірні.
28. Що відноситься до кон'юнктурних чинників формування валютного курсу:
- A. Довіра до національної валюти на зовнішніх ринках.
  - B. Рівень процентної ставки.
  - C. Розмір дефіциту державного бюджету.
  - D. Валютні спекуляції.
29. До структурних чинників, що впливають на формування валютного курсу, відноситься:
- A. Валютні спекуляції.
  - B. Інфляційні очікування.
  - C. Часта зміна уряду.
  - D. Платоспроможність країни.
30. Що з вказаного відноситься до кон'юнктурних чинників, що впливають на формування валютного курсу:
- A. Стан платіжного балансу.
  - B. Рівень розвиненості інших секторів фінансового ринку.
  - C. Показники економічного зростання.

D. Обсяг зовнішнього боргу.

31. Якщо курс автоматично змінюється відповідно до зміни певного набору економічних показників, то це режим:

- A. Коригованого курсу.
- B. Керованого плавання.
- C. Обмежено гнучкого курсу.
- D. Сумісного плавання.

32. Прив'язку курсу національної валюти до іноземної, коли випуск національної валюти повністю забезпечений запасами іноземної валюти, передбачає режим:

- A. Обмежено гнучкого курсу.
- B. Валютного коридору.
- C. Валютного правління.
- D. Доларизації.

33. Є валютне котирування:  $USD/CHF 2,1957$ . У даному котируванні:

- A. Долар США – базова валюта, швейцарський франк – валюта котирування.
- B. Долар США – валюта котирування, швейцарський франк – базова валюта.
- C. Для Швейцарії таке котирування є зворотним.
- D. Франк коштує 2,1957 доларів.

34. Є валютне котирування:  $EUR/CAD 2,7853$ . У даному котируванні:

- A. Євро – базова валюта, канадський долар – валюта котирування.
- B. Євро – валюта котирування, канадський долар – базова валюта.
- C. Для Канади таке котирування є зворотним.
- D. Долар коштує 2,7853 євро.

35. Повне котирування означає, що:

- A. Встановлюються курс покупця і курс продавця.
- B. Окрім прямого і зворотного курсів розраховується крос-курс.
- C. Встановлюється і прямий, і зворотний курс.
- D. Курс записується з округленням до 4 знаків після коми.

36. Використання валюти іншої країни в якості законного платіжного засобу на території держави – це:

- A. Повна доларизація.
- B. Валютне правління.
- C. Сумісна валютна політика.
- D. Валютний блок.

37. Загальний паритет купівельної спроможності розраховується:

- A. За національним доходом.
- B. За валовим національним продуктом.
- C. За споживчим кошиком.
- D. За переліком найбільш дорогих товарів.

38. Що з вказаного не відноситься до найбільших світових валютних ринків:

- A. Токіо.
- B. Сідней.
- C. Гонконг.

D. Франкфурт.

39. З практичної точки зору, валютний ринок – це:

A. Офіційні центри, в яких зосереджено здійснення валютних операцій.

B. Сукупність економічних відносин, пов'язаних з переходом права власності на валютні цінності.

C. Сукупність комерційних банків та інших фінансових установ, що здійснюють валютні операції.

D. Сукупність операцій з іноземною валютою.

40. Що з вказаного не відноситься до найбільших світових валютних ринків:

A. Лондон.

B. Париж.

C. Нью-Йорк.

D. Берлін.

41. З інституційної точки зору, валютний ринок – це:

A. Сукупність фінансових установ, що здійснюють валютні операції.

B. Сукупність економічних відносин, пов'язаних з переходом права власності на валютні цінності.

C. Сукупність операцій з іноземною валютою.

D. Офіційні центри, в яких зосереджено здійснення валютних операцій.

42. Нестандартизовані термінові валютні контракти, які укладаються на міжбанківському ринку, є твердими, і дата валютування яких відкладена на певний термін в майбутньому, - це:

A. Опціони.

B. Ф'ючерси.

C. Свопи.

D. Форварди.

43. Арбітраж, що базується на коливаннях курсових співвідношень різних валют, - це:

A. Конверсійний арбітраж.

B. Географічний арбітраж.

C. Часовий арбітраж.

D. Простий арбітраж.

44. Фактичне постачання валюти за незначною кількістю укладених контрактів відбувається на:

A. Поточному валютному ринку.

B. Форвардному ринку.

C. Ф'ючерсному ринку.

D. На всіх вказаних ринках.

45. Форвардні і ф'ючерсні контракти відрізняються тим, що:

A. Ф'ючерси є більш стандартизованими, ніж форварди.

B. Форварди укладаються на біржі, ф'ючерси – на міжбанківському ринку.

C. Виконання форвардного контракту більш гарантоване, ніж ф'ючерсного контракту.

D. Форварди на відміну від ф'ючерсів є нетвердими контрактами.

46. Арбітраж, заснований на відмінності валютних курсів на різних валютних ринках, - це:

- A. Процентний арбітраж.
- B. Просторовий арбітраж.
- C. Часовий арбітраж.
- D. Простий арбітраж.

47. Своп селл/бай:

- A. Передбачає продаж валюти на умовах спот і одночасну купівлю на умовах форвард.
- B. Передбачає купівлю валюти на умовах спот і одночасний продаж на умовах форвард.
- C. Передбачає продаж валюти на умовах спот і одночасну купівлю на умовах ф'ючерсу.
- D. Передбачає купівлю валюти на умовах спот і одночасний продаж на умовах ф'ючерсу.

48. Опціон колл використовується:

- A. Для хеджування довгої валютної позиції.
- B. Для хеджування короткої валютної позиції.
- C. При зниженні валютного курсу.
- D. Для хеджування очікуваних надходжень в іноземній валюті

49. Різниця між поточним і ф'ючерсним валютним курсом називається:

- A. Маржа.
- B. Премія.
- C. Дисконт.
- D. Базис.

50. Продаються долари за шведської крони на форвардних умовах. Спот-курс складає USD/SEK 7,2985. Термін форвардного контракту 3 місяці. Процентна ставка за кроною складає 3,5%, за долларом – 5,5%. Форвардний курс складе:

- A. 7,2475.
- B. 7,2625.
- C. 7,2998.
- D. 5,2680.

51. Суб'єкт придбав опціон пут на суму 200 тис. дол. строком на 3 місяці. Курс опціону склав 5,3500 норвезьких крон за доллар. Премія – 45 норвезьких крон з кожної тисячі крон. В день виконання контракту поточний курс склав 5,42 норвезьких крон за доллар. Визначити дії покупця опціону:

- A. Покупець вирішить виконати опціон, оскільки у такому разі він отримає більший прибуток, ніж при відмові від опціону. Прибуток складе 1118150 крон.
- B. Покупець вирішить відмовитися від опціону і виконати операцію за поточним курсом, оскільки у такому разі він отримає більший прибуток у розмірі 1035850 крон.
- C. Покупець вирішить виконати опціон, оскільки у такому разі він отримає більший прибуток, ніж при відмові від опціону. Прибуток складе 1070000 крон.

D. Покупець вирішить відмовитися від опціону і виконати операцію за поточним курсом, оскільки у такому разі він отримає більший прибуток у розмірі 1084000 крон.

52. *Своп бай/селл:*

- A. Передбачає купівлю валюти на умовах спот і одночасний продаж на умовах форвард.
- B. Передбачає продаж валюти на умовах спот і одночасну купівлю на умовах форвард.
- C. Передбачає купівлю валюти на умовах спот і одночасний продаж на умовах ф'ючерсу.
- D. Передбачає продаж валюти на умовах спот і одночасну купівлю на умовах ф'ючерсу.

53. *Що є перевагою свопів перед форвардними угодами:*

- A. Вища забезпеченість контракту.
- B. Нижча плата за придбання свопу.
- C. Зменшення валютного ризику.
- D. Всі відповіді вірні.

54. *Курс аутрайт – це:*

- A. Курс форвардного контракту.
- B. Курс ф'ючерсного контракту.
- C. Курс своп-контракту.
- D. Курс опціону.

55. *Протягом дня банк купив 300 тис. доларів і 100 тис. євро, а продав 300 тис. доларів і 120 тис. євро. В кінці дня у банка сформувалася:*

- A. Закрита валютна позиція по долару і відкрита довга – по євро.
- B. Закрита позиція по долару і відкрита коротка – по євро.
- C. Відкрита довга позиція по долару і закрита – по євро.
- D. Відкрита коротка позиція по долару і закрита – по євро.

56. *Стандартизовані термінові валютні контракти, які укладаються на біржовому ринку, є твердими, і дата валютування яких відкладена на певний термін в майбутньому, - це:*

- A. Форварди.
- B. Ф'ючерси.
- C. Свопи.
- D. Опціони.

57. *Що з вказаного не є рисою форвардного контракту:*

- A. Є стандартизованим контрактом.
- B. Дата валютування контракту відкладена на певний термін в майбутньому.
- C. Курс виконання контракту встановлюється в день укладення угоди.
- D. Контракт є терміновим.

58. *Що з вказаного не відноситься до переваг операцій своп перед форвардними угодами:*

- A. Свопи дозволяють здійснювати хеджування довгострокових економічних ризиків.



- В. При здійсненні свопів валютний ризик розподіляється між учасниками операції.
  - С. Механізм укладання валютних свопів є простішим.
  - Д. Всі вказані переваги мають місце.
59. *Що з вказаного не є рисою форвардного контракту:*
- А. Покупець форварда має право відмовитися від його виконання.
  - В. Контракт є твердим.
  - С. Дата валютування контракту відкладена на певний термін в майбутньому.
  - Д. Курс виконання контракту встановлюється в день укладення угоди.
60. *Що з вказаного не є рисою ф'ючерсного ринку:*
- А. Учасники діють через брокерів.
  - В. Учасники угоди вносять гарантійний депозит для покриття валютного ризику.
  - С. Фактичне постачання валюти здійснюється за невеликою кількістю контрактів.
  - Д. Ринок, на якому здійснюються операції, є двостороннім.
61. *Форвардний своп – це операція, при якій:*
- А. Купівля-продаж валюти здійснюється на основі двох угод за форвардним курсом.
  - В. Паралельно укладаються дві угоди – форвардна угода і валютний своп.
  - С. Укладаються дві форвардні угоди на різні валюти, але з однією датою валютування.
  - Д. Такої операції не існує.
62. *Векселі і чеки відносяться до:*
- А. Форм розрахунків.
  - В. Способу розрахунків.
  - С. Засобів розрахунків.
  - Д. Умов розрахунків.
63. *Трансферабельний акредитив:*
- А. Передбачає можливість його використання повністю або частково однією або декількома особами крім бенефіціара.
  - В. Передбачає, що в межах загального терміну використання його сума відновлюється, як тільки імпортер відшкодує банку платежі, здійснені експортерами.
  - С. Передбачає виплату експортерам певних узгоджених в контракті сум після кожного часткового постачання.
  - Д. Передбачає можливість відмови імпортера від оплати контракту.
64. *При акредитивній формі розрахунків експортер і банк експортера є відповідно:*
- А. Наказодавцем і емітентом.
  - В. Наказодавцем і авізуючим банком.
  - С. Бенефіціаром і емітентом.
  - Д. Бенефіціаром і авізуючим банком.

65. *Зміна кон'юнктури ринку і відмова імпортера від платежу за час перебування товару в порту відвантаження є недоліком:*
- A. Акредитиву.
  - B. Банківського переказу.
  - C. Інкасо.
  - D. Авансового платежу.
66. *Що з вказаного є засобом розрахунків:*
- A. Чеки і векселі.
  - B. Платіж в кредит і авансовий платіж.
  - C. Акредитив і інкасо.
  - D. Готівковий і безготівковий платіж.
67. *Інкасо фінансових документів, що супроводжуються комерційними, - це:*
- A. Чисте інкасо.
  - B. Документарне інкасо.
  - C. Просте інкасо.
  - D. Ордерне інкасо.
68. *Виплату експортерів певних узгоджених в контракті сум після постачання кожної партії товару передбачає:*
- A. Ділимий акредитив.
  - B. Поновлюваний акредитив.
  - C. Трансферабельний акредитив.
  - D. Ролловерний акредитив.
69. *Що з вказаного є формою розрахунків:*
- A. Чеки і векселі.
  - B. Платіж в кредит і авансовий платіж.
  - C. Акредитив і інкасо.
  - D. Готівковий і безготівковий платіж.
70. *Ролловерний акредитив:*
- A. Передбачає, що в межах загального терміну використання його сума відновлюється, як тільки імпортер відшкодує банку платежі, здійснені експортеріві.
  - B. Передбачає можливість його використання повністю або частково однією або декількома особами крім бенефіціара.
  - C. Передбачає виплату експортеріві певних узгоджених в контракті сум після кожного часткового постачання.
  - D. Передбачає можливість відмови імпортера від оплати контракту.
71. *Чеки, векселі та інші фінансові документи без транспортних і страхових документів застосовуються при:*
- A. Чистому інкасо.
  - B. Документарному інкасо.
  - C. Ордерному інкасо.
  - D. При всіх вказаних видах інкасо.
72. *Акредитив, який передбачає можливість його використання повністю або частково іншими особами, крім бенефіціара, - це:*
- A. Ділимий акредитив.

- В. Револьверний акредитив.
- С. Трансферабельний акредитив.
- Д. Відзивний акредитив.

73. *Приватні односторонні перекази включаються в розділ платіжного балансу:*

- А. Баланс послуг і некомерційних платежів.
- В. Торговий баланс.
- С. Баланс руху капіталів.
- Д. Не включаються в платіжний баланс.

74. *Країни з дефіцитним сальдо платіжного балансу вживають наступних заходів:*

- А. Політика скорочення внутрішнього попиту; стимулювання експорту; обмеження імпорту капіталів; субсидії експортерам;
- В. Політика скорочення внутрішнього попиту; субсидії експортерам та імпортерам.
- С. Політика скорочення внутрішнього попиту; стимулювання імпорту; валютні обмеження; імпортні субсидії.
- Д. Політика стимулювання внутрішнього попиту; стимулювання імпорту; валютні обмеження; імпортні субсидії.

75. *При класифікації статей платіжного балансу за методикою МВФ доходи від інвестицій включаються в розділ:*

- А. Поточні операції.
- В. Прямі інвестиції та інший довгостроковий капітал.
- С. Інший короткостроковий капітал.
- Д. Надзвичайні джерела покриття сальдо.

76. *Який інструмент не застосовується для зменшення від'ємного сальдо платіжного балансу:*

- А. Дефляція.
- В. Валютні обмеження.
- С. Ревальвація.
- Д. Девальвація.

77. *Країни з позитивним сальдо платіжного балансу вживають наступних заходів*

- А. Стимулювання внутрішнього попиту; підвищення курсу національної валюти; обмеження імпорту капіталу; зниження імпортного мита.
- В. Стимулювання внутрішнього попиту; зниження курсу національної валюти; обмеження імпорту капіталу; зниження імпортного мита.
- С. Стимулювання внутрішнього попиту; підвищення курсу національної валюти; стимулювання імпорту капіталу; зниження імпортного мита.
- Д. Стимулювання внутрішнього попиту; зниження курсу національної валюти; стимулювання імпорту капіталу; зниження імпортного мита.

78. *Співвідношення вартості експорту і імпорту товарів – це:*

- А. Баланс поточних операцій.
- В. Торговий баланс.
- С. Баланс руху капіталів і кредитів.
- Д. Баланс некомерційних платежів.

79. Який вид сальдо не розраховується на практиці при складанні платіжного балансу:

- A. Сальдо руху некомерційних платежів.
- B. Сальдо за поточними операціями.
- C. Сальдо руху капіталів.
- D. Сальдо балансу офіційних розрахунків.

80. У якій послідовності указуються статті платіжного балансу за методикою МВФ:

- A. Поточні операції, прямі інвестиції, короткостроковий капітал, компенсуючі статті, надзвичайні джерела покриття сальдо, підсумкова зміна резервів.
- B. Поточні операції, короткостроковий капітал, прямі інвестиції, компенсуючі статті, підсумкова зміна резервів, надзвичайні джерела покриття сальдо.
- C. Поточні операції, короткостроковий капітал, прямі інвестиції, надзвичайні джерела покриття сальдо, компенсуючі статті, підсумкова зміна резервів.
- D. Поточні операції, прямі інвестиції, короткостроковий капітал, надзвичайні джерела покриття сальдо, компенсуючі статті, підсумкова зміна резервів.

81. Що не служить матеріальною основою регулювання платіжного балансу:

- A. Державна власність.
- B. Безпосередня участь приватних суб'єктів підприємницької діяльності в міжнародних економічних відносинах.
- C. Зростання ролі національного доходу, що перерозподіляється через державний бюджет.
- D. Регламентація зовнішньоекономічних операцій за допомогою нормативних актів.

82. Що з наведеного належить до недоліків євровалютного ринку порівняно з національними ринками:

- A. Більша розповсюдженість внесків до запитання.
- B. Більш складна процедура укладання кредитних та депозитних угод.
- C. Більш низька ліквідність банків, що діють на ринку, та більш висока вірогідність їх банкрутства.
- D. Роздрібний характер торгівлі.

83. Що з наведеного належить до переваг євровалютного ринку порівняно з національними ринками:

- A. Спрощена процедура укладання кредитних та депозитних угод.
- B. Більш висока ліквідність банків, що діють на ринку, та більш низька ймовірність їх банкрутства.
- C. Зменшення ризику отримання кредитів в міжнародному масштабі на ринку обмінних операцій.
- D. Все вказане належить до переваг євровалютного ринку.

84. В залежності від терміну платежу виділяють наступні види зовнішньої заборгованості:

- A. Поточна і прострочена.
  - B. Короткострокова, середньострокова і довгострокова.
  - C. Поточна і перспективна.
  - D. Капітальна, поточна, прострочена.
85. *Обмін зовнішніх боргів на нові облігації, що випускаються позичальником, - це:*
- A. Синдикування боргу.
  - B. Викуп боргів.
  - C. Сек'юритизація боргу.
  - D. Часткове списання боргу.
86. *Який показник Світовий банк не використовує для оцінки здатності країни обслуговувати зовнішній борг:*
- A. Відношення міжнародних резервів до валового національного доходу.
  - B. Відношення міжнародних резервів до імпорту товарів і послуг.
  - C. Відношення загальної суми боргу до валового національного доходу.
  - D. Відношення загальної суми боргу до експорту товарів і послуг.
87. *Який механізм реструктуризації зовнішнього боргу використовується по відношенню до країн-боржників, що володіють значними золотовалютними резервами:*
- A. Сек'юритизація боргу.
  - B. Викуп боргу.
  - C. Перенесення платежів.
  - D. Часткове списання боргу.
88. *Діяльність Лондонського і Паризького клубів кредиторів відрізняється тим, що:*
- A. Лондонський клуб складається з приватних банків-кредиторів, а Паризький – з урядів держав-кредиторів.
  - B. Паризький клуб складається з приватних банків-кредиторів, а Лондонський – з урядів держав-кредиторів.
  - C. Початок програми реструктуризації в Лондонському клубі визначається кредитором, в Паризькому – боржником.
  - D. Суттєво не відрізняється.
89. *Якщо всі показники, використовувані Світовим банком для оцінки здатності країни в обслуговуванні зовнішнього боргу, перевищують критичний рівень, то застосовується механізм:*
- A. Перенесення платежів.
  - B. Викупу боргу.
  - C. Сек'юритизації боргу.
  - D. Списання боргу.
90. *У 1991-1994 рр. при реструктуризації боргів країн, що розвиваються, використовувалися:*
- A. Лондонські умови.
  - B. Торонтські умови.
  - C. Неапольські умови.
  - D. Ліонські умови.

91. *Умови старих боргів не переглядаються при реструктуризації боргу в:*
- A. Лондонському клубі кредиторів.
  - B. Паризькому клубі кредиторів.
  - C. І у Паризькому, і в Лондонському клубах кредиторів.
  - D. Умови старих боргів переглядаються і в Паризькому, і в Лондонському клубах кредиторів.
92. *Необхідність підтримки країн-боржників міжнародними фінансовими організаціями є обов'язковою при реструктуризації боргу в:*
- A. Паризькому клубі кредиторів.
  - B. Лондонському клубі кредиторів.
  - C. І у Паризькому, і в Лондонському клубах кредиторів.
  - D. Така необхідність відсутня і в Паризькому, і в Лондонському клубах кредиторів.
93. *Хто не є професіоналом міжнародного ринку цінних паперів:*
- A. Джоббери.
  - B. Кліринг.
  - C. Інституційні інвестори.
  - D. Депозитарії.
94. *Професіонали ринку, які розпоряджаються переданими їм на управління цінними паперами, - це:*
- A. Керуючі.
  - B. Депозитарії.
  - C. Дилери.
  - D. Джоббери.
95. *Хто не є професіоналом міжнародного ринку цінних паперів:*
- A. Брокери.
  - B. Депозитарії.
  - C. ТНК.
  - D. Дилери.
96. *Професіонали ринку, які є фахівцями з кон'юнктури фондового ринку, - це:*
- A. Кліринги.
  - B. Депозитарії.
  - C. Організатори.
  - D. Джоббери.
97. *Професіонали ринку, які надають послуги із зберігання цінних паперів, - це:*
- A. Депозитарії.
  - B. Джоббери.
  - C. Дилери.
  - D. Керуючі.
98. *Що не відноситься до діяльності реєстратора:*
- A. Виконують функції з реєстрації взаємних вимог та зобов'язань учасників фондового ринку.
  - B. Може бути тільки юридичною особою.
  - C. Не має права здійснювати операції з купівлі-продажу цінних паперів.

- D. Повинен отримати спеціальну ліцензію для здійснення своєї діяльності.
99. Цінний папір, який випикується на ім'я першого покупця і може передаватися іншим суб'єктам шляхом індосаменту, – це:
- A. Неринковий цінний папір.
  - B. Іменний цінний папір.
  - C. Цінний папір на пред'явника.
  - D. Ордерний цінний папір.
100. До похідних цінних паперів належать:
- A. Векселі.
  - B. Облігації.
  - C. Опціони на акції.
  - D. Чеки.
101. Що не є основною функцією первинного ринку:
- A. Забезпечує отримання прибутку за рахунок курсової різниці.
  - B. Розподіл вільних грошових коштів по галузях економіки.
  - C. Мобілізація тимчасово вільних грошових коштів.
  - D. Інвестування коштів в економіку.
102. Портфель, склад якого визначається на основі певних критеріїв (тип ризику, вид цінних паперів), - це:
- A. Збалансований портфель.
  - B. Спеціалізований портфель.
  - C. Портфель зростання.
  - D. Портфель доходу.
103. Селективний ризик інвестиційного портфеля – це те ж саме, що й:
- A. Несистематичний ризик.
  - B. Систематичний ризик.
  - C. Валютний ризик.
  - D. Кредитний ризик.
104. Портфель, що містить акції, курсова вартість яких швидко зростає на ринку, але які приносять незначні дивіденди, - це:
- A. Збалансований портфель.
  - B. Спеціалізований портфель.
  - C. Портфель зростання.
  - D. Портфель доходу.
105. Ризик, пов'язаний з окремою галуззю, - це:
- A. Фінансовий ризик.
  - B. Систематичний ризик.
  - C. Несистематичний ризик.
  - D. Ризик ліквідності.
106. Портфель, що містить цінні папери молодих фірм, діяльність яких заснована на впровадженні нових технологій, - це:
- A. Портфель ризикового капіталу.
  - B. Портфель зростання.
  - C. Спеціалізований портфель.

D. Портфель доходу.

107. *Компенсаційний кредит є формою:*

- A. Внутрішньофірмового короткострокового фінансування.
- B. Зовнішнього короткострокового фінансування.
- C. Внутрішньофірмового довгострокового фінансування.
- D. Зовнішнього довгострокового фінансування.

108. *Договір між банком і його клієнтом, що містить обіцянку банку надати клієнтові певну суму грошей до деякого ліміту протягом певного терміну, - це:*

- A. Револьверний кредит.
- B. Кредитна лінія.
- C. Овердрафт.
- D. Овернайт.

109. *Реінвойсинговий центр ТНК:*

- A. Концентрує управління всіма валютними ризиками ТНК.
- B. Здійснює фінансові операції з метою отримання прибутку.
- C. Здійснює неттинг в рамках глобального управління грошовими потоками фірми.
- D. Вірні всі вказані відповіді.

110. *Неттинг в діяльності ТНК означає:*

- A. Сальдування всіх вхідних і вихідних потоків підрозділів ТНК, що знаходяться в різних країнах.
- B. Сальдування всіх потоків між іноземним філіалом і центральним офісом ТНК.
- C. Управління валютними ризиками через реінвойсинговий центр.
- D. Всі відповіді невірні.

111. *Що не є джерелом короткострокового фінансування ТНК:*

- A. Торговий кредит.
- B. Паралельний внутрішньофірмовий кредит.
- C. Накопичена амортизація.
- D. Всі вказані джерела є довгостроковими.

112. *Що з вказаного не має відношення до реінвойсингового центру ТНК:*

- A. Його діяльність спрямована на отримання прибутку.
- B. Це окрема філія ТНК.
- C. Він здійснює управління валютними ризиками.
- D. Витрати на його утримання покриваються вигодами від зниження валютних ризиків.

113. *До спонтанних джерел фінансування ТНК відносяться:*

- A. Нерозподілений прибуток, амортизаційний фонд, торговий кредит.
- B. Внутрішнє фінансування і урядове фінансування.
- C. Внутрішнє фінансування і торговий кредит.
- D. Торговий кредит і урядове фінансування.

114. *Паралельний кредит є формою:*

- A. Внутрішньофірмового короткострокового фінансування ТНК.
- B. Зовнішнього короткострокового фінансування.
- C. Внутрішньофірмового довгострокового фінансування.



D. Зовнішнього довгострокового фінансування.

115. Валютна політика – це:

- A. Сукупність заходів, здійснюваних у сфері міжнародних валютних і інших економічних відносин відповідно до поточних і стратегічних цілей країни.
- B. Сукупність правових норм, регулюючих порядок здійснення операцій з валютними цінностями в країні і за її межами.
- C. Регламентація державою міжнародних розрахунків і порядку проведення валютних операцій.
- D. Політика держави, спрямована на регулювання національного грошового ринку.

116. Валютне законодавство – це:

- A. Сукупність правових норм, регулюючих порядок здійснення операцій з валютними цінностями в країні і за її межами.
- B. Сукупність заходів, здійснюваних у сфері міжнародних валютних і інших економічних відносин відповідно до поточних і стратегічних цілей країни.
- C. Регламентація державою міжнародних розрахунків і порядку проведення валютних операцій.
- D. Сукупність законодавчих актів, спрямована на регулювання національного грошового ринку.

117. Регламентація державою міжнародних розрахунків і порядку проведення валютних операцій – це:

- A. Валютне законодавство.
- B. Валютне регулювання.
- C. Валютна політика.
- D. Валютна система.

118. Що з вказаного відноситься до адміністративних (прямих) методів валютної політики:

- A. Дисконтна політика.
- B. Девізна політика.
- C. Валютні обмеження.
- D. Податкова політика.

119. Що з вказаного не відноситься до принципів валютних обмежень:

- A. Концентрація валютних цінностей в руках держави.
- B. Обмеження обіговості валют.
- C. Ліцензування валютних операцій.
- D. Блокування валютних рахунків.

120. Що не є метою валютних обмежень:

- A. Вирівнювання платіжного балансу.
- B. Підтримка курсу національної валюти.
- C. Обмеження обіговості валют.
- D. Концентрація валютних цінностей в руках держави.

121. Основною формою девізної політики є:

- A. Валютні інтервенції.

- В. Дисконтна політика.
- С. Валютні обмеження.
- Д. Диверсифікація валютних резервів.

122. *Здатність національної валюти обмінюватись на інші валюти з метою обслуговування зовнішньоторговельних операцій – це:*

- А. Конвертованість за капітальними операціями.
- В. Конвертованість за поточними операціями.
- С. Повна конвертованість.
- Д. Валютна ліквідність.

123. *Купівлю-продаж центральним банком іноземної валюти з одночасним вживанням заходів регулювання грошової маси передбачає:*

- А. Стерилізована інтервенція.
- В. Нестерилізована інтервенція.
- С. Валютний демпінг.
- Д. Дисконтна політика.

**ПРЕДМЕТНИЙ ПОКАЖЧИК**

- Акредитив, 257-259  
 Акція, 289
- Багатостороння агенція з гарантування інвестицій, 202  
 Базис рівноваги, 186  
 Баланси міжнародних розрахунків, 268  
 Банк міжнародних розрахунків, 203  
 Банківська криза, 21  
 Банківська монополія, 354  
 Біржовий кліринг, 187  
 Боргова криза, 37  
 Бреттон-Вудська валютна система, 69, 73-76
- Валюта, 64  
 Валютна біржа, 162  
 Валютна зона, 85, 86, 88  
 Валютна інтеграція, 86  
 Валютна інтервенція, 218, 219  
 Валютна криза, 21, 22, 24-26  
 Валютна операція, 177  
 Валютна позиція, 179  
 Валютна політика, 212, 213  
 Валютна система, 66, 67  
 Валютне законодавство, 211  
 Валютне котирування, 131  
 Валютне правління, 145  
 Валютне регулювання, 212, 213  
 Валютний арбітраж, 192  
 Валютний блок, 73, 85  
 Валютний кліринг, 255  
 Валютний курс, 130  
 Валютний механізм, 65  
 Валютний опціон, 188  
 Валютний ризик, 389  
 Валютний ринок, 102, 160, 161  
 Валютний своп, 190  
 Валютний союз, 90, 92, 93  
 Валютні обмеження, 221  
 Валютні резерви, 10, 12, 14, 15  
 Вексель, 262-264  
 Вторинний ринок, 287
- Генуезька валютна система, 69, 72, 73  
 Група Світового банку, 200
- Дата валютування, 178, 182  
 Девальвація, 217  
 Девізна політика, 218  
 Державний борг, 35  
 Дериватив, 104, 330  
 Дефолт, 44  
 Диверсифікація валютних резервів, 219  
 Дисконтна політика, 222  
 Доларизація, 89, 90, 92, 237, 238
- Єврооблігації, 342  
 Європейська валютна система, 244  
 Європейська система центральних банків, 251  
 Європейський банк реконструкції та розвитку, 203  
 Європейський центральний банк, 250, 251  
 Євровалютний ринок, 8, 106, 107  
 Єдина європейська валюта (євро), 248-250
- Засоби платежу (розрахунків), 260  
 Зовнішній борг (заборгованість), 35-37  
 Золотовалютні резерви, 8-11, 13
- Інвестиційний портфель, 292, 296-298  
 Інкасо, 259-260  
 Іноземна валюта, 64  
 Інтернаціоналізація банківської діяльності, 348  
 Інтернаціоналізація фінансових відносин, 110
- Колективна валюта, 64  
 Конверсія зовнішнього боргу, 46  
 Конверсійна операція, 177  
 Конвертованість валюти, 219-220  
 Концентрація і централізація банківського капіталу, 353  
 Кредитний ризик, 390  
 Криза грошового обігу, 22  
 Криза зовнішньої заборгованості, 22  
 Крос-курс, 140  
 Курс аутрайт, 183
- Лондонський клуб кредиторів, 51, 52, 54

- Маржові внески, 187
- Міжнародна асоціація розвитку, 201
- Міжнародна банківська діяльність, 352
- Міжнародна валютна ліквідність, 68
- Міжнародна фінансова корпорація, 201, 202
- Міжнародне оподаткування, 375, 379
- Міжнародний банк реконструкції та розвитку, 200
- Міжнародний валютний фонд, 197-199
- Міжнародний кредит, 305
- Міжнародний фінансовий ринок, 8
- Міжнародний фінансовий центр, 113, 115, 118
- Міжнародний центр з врегулювання інвестиційних суперечок, 202
- Міжнародні валютні відносини, 65
- Міжнародні портфельні інвестиції, 292
- Міжнародні розрахунки, 254
- Міжнародні фінанси, 7
- Міжнародні фінансові відносини, 7
- Міжнародні фінансово-кредитні інститути, 197
- Міжнаціональний банк, 356
- Національна валюта, 64
- Національна валютна система, 67, 68
- Неттинг, 180, 344
- Нормативна теорія валютного курсу, 136
- Облігація, 310, 311
- Оптимальна валютна зона, 88, 245
- Опціон колл, 188
- Опціон пут, 189
- Офшорна зона, 373
- Офшорний банківський бізнес, 371
- Паризька валютна система, 69
- Паризький клуб кредиторів, 50-53
- Первинний ринок, 287
- Платіжний баланс, 269
- Податкове планування, 381
- Податок Тобіна, 385
- Поточна валютна операція, 178
- Похідні фінансові інструменти, 330
- Премія опціону, 189
- Реальний ефективний обмінний курс, 140
- Ревальвація, 218
- Регіональна валютна система, 67
- Регіональні банки розвитку, 196
- Регіональні фінансові ініціативи (механізми), 205, 207
- Режим курсоутворення, 141, 143, 217
- Резервна валюта, 68
- Реінвойсинговий центр ТНК, 345
- Реструктуризація боргу, 44
- Розрахунково-клірингова палата біржі, 187
- Світова валютно-фінансова система, 67-69
- Світовий ринок дорогоцінних металів, 315
- Світовий ринок золота, 319
- Світовий ринок паладію, 328
- Світовий ринок платини, 327
- Світовий ринок срібла, 325
- Світовий ринок страхових послуг, 104, 392
- Світовий ринок цінних паперів (світовий фондовий ринок), 103, 287
- Світовий фінансовий ринок, 101, 102
- Світові гроші, 64
- Синдикований кредит, 308
- Система золотого стандарту, 69-72
- Система раннього попередження валютних криз, 27
- Системна криза, 21
- Спеціальні права запозичення, 77, 78
- Списання боргу, 45, 46, 55
- Спосіб платежу, 260
- Теорія ключових валют, 136
- Теорія паритету купівельної спроможності, 132, 133
- Теорія плаваючих валютних курсів, 146
- Теорія регульованої валюти, 135
- Теорія фіксованих курсів, 147
- Термінова (строкова) валютна операція, 181
- Транснаціональний банк, 356

Управління зовнішнім боргом, 43- 44

Фінанси, 7

Фінанси ТНК, 338

Фінансова глобалізація, 17, 19, 21

Фінансова допомога, 8, 9

Фінансова інтеграція, 20

Фінансова криза, 18, 19, 21, 22

Фінансові посередники, 300-302

Фінансові ресурси, 6, 7, 8

Фінансово-промислова група, 370

Фондова біржа, 304

Фондова криза, 22

Форвардна угода, 181

Форвардний опціон, 183

Ф'ючерсна угода, 185, 186

Хеджування, 181, 192

Цінні папери, 287

Ямайська валютна система, 69, 77

Ямайські угоди, 77, 79

## **СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ТА РЕКОМЕНДОВАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ**

1. Адаптація валютно-фінансових систем ризикових економік до світових інтеграційних процесів: монографія / [О.В. Плотніков, О.О. Сльозко, О.М. Мельник та ін.]. – Київ: ІСЕМВ НАН України, LAT&K, 2011. – 214 с.
2. Антициклічне регулювання ринкової економіки: глобалізаційна перспектива: [монографія] / Д.Г. Лук'яненко, А.М. Поручник, Я.М. Столярчук та ін.; за заг. ред. д-рів екон.наук, проф. Д.Г. Лук'яненка та А.М. Поручника. – К.: КНЕУ, 2010. – 334 с.
3. Арапова Е. Я. Региональные инициативы финансового сотрудничества в АТР / Е. Я. Арапова, А. А. Байков // Международные процессы. – 2012. - № 3., Т. 10. – С. 98-107. [Электронный ресурс]. – Режим доступа к статье: <http://www.intertrends.ru/thirtieth/Arapova.pdf>
4. Архипова В. Мировая финансовая система: глобализация или деглобализация? / В. Архипова // Мировая экономика и международные отношения. – 2016. – Т. 60, № 5. – С. 40-49.
5. Бабенко А. Світовий ринок акцій: сучасний стан та тенденції розвитку / А. Бабенко // Ринок цінних паперів України. – №9-10. – 2008. – С.25-30.
6. Балабанов К.В. Міжнародна економіка: [Навчальний посібник] / К.В. Балабанов, О.В. Булатова, Ю.І. Чентуков. – Донецьк: Вид-во «Ноулідж» (донецьке відділення), 2012. – 442 с.
7. Балацкий Е. Факторы формирования валютных курсов: плюрализм моделей, теорий и концепций / Е. Балацкий // Мировая экономика и международные отношения. – 2003. - № 1. – С. 46-58.
8. Банківська енциклопедія / С.Г. Арбузов, Ю.В. Колобов, В.І. Міщенко, С.В. Науменкова. – К. : Центр наукових досліджень Національного банку України : Знання, 2011. – 504 с.
9. Батрименко В.В. Світова фінансова криза та ризики експансії транснаціонального банківського капіталу в умовах євроінтеграції / В.В. Батрименко // Вісник Донецького національного університету, Серія В: Економіка і право. – 2009. – Т.1. – С. 463-469.
10. Белінська Я. Можливості і наслідки валютно-фінансової лібералізації в Україні / Я. Белінська // Вісник Національного банку України. – 2006. - № 1. – С. 28-34.
11. Белінська Я.В. Валютний курс та інфляція у трансформаційній економіці: [Монографія] / Я.В. Белінська. – К., 2002. – 183 с.
12. Береславська О. Ревальвація, девальвація чи лібералізація? / О. Береславська // Вісник Національного банку України. – 2001. - № 9. – С. 40-43.
13. Біла Л.М. Фінансова політика Євросоюзу / Л.М. Біла // Глобальні та національні проблеми економіки. – 2015. – Вип.5. – С. 801-808.
14. Борзенко О.О. Глобальний фінансовий ринок / О.О. Борзенко // Економічна теорія. – 2017. – № 2. – С. 97-111.
15. Боринець С. Я. Міжнародні фінанси / С. Я. Боринець. – К.: Знання-Прес, 2008. – 448 с.

16. Бударина Н.А. Этапы интернационализации мировых финансовых рынков и фондовые рынки: эволюция и современное состояние / Н.А. Бударина // Проблемы развития внешнеэкономических связей и привлечения иностранных инвестиций: региональный аспект. Сборник научных трудов. Часть I. – Донецк: ДонНУ, 2006. – С.299-305.
17. Булатова Е.В. Эволюция и современные формы развития процессов региональной валютной интеграции / Е.В. Булатова, Т.В. Марена // Buletinul Științific al Universității de Stat «Bogdan Petriceicu Hasdeu» din Cahul. Seria Științe Economice. (Науковий Вісник Кагульського університету, Молдова). – 2011. - № 2 (6). – С. 116-127.
18. Булатова О.В. Регіональна складова глобальних інтеграційних процесів: монографія. – Донецьк: ДонНУ, 2012. – 386 с.
19. Булатова О.В. Регіональні валютні зони як форми прояву процесів регіональної інтеграції [підрозд. 3.3] / О.В. Булатова, Т.В. Марена // Розвиток організаційно-економічних моделей міжрегіонального співробітництва в умовах поглиблення європейської інтеграції : кол. монографія / під заг. ред. О. В. Булатової ; відп. ред. О. А. Беззубченко. – Маріуполь, 2017. – С. 130–142.
20. Буторіна О. Прийдешні зміни в міжнародній валютній системі / О. Буторіна // Фінансовий ринок України. – 2004. - № 9 (11). – С. 38-42.
21. Бутук О. Валютний контроль і конвертованість валют / О. Бутук // Банківська справа. – 2005. - № 1. – С. 45-53.
22. Вахненко Т. Концептуальні засади управління зовнішнім національним боргом України / Т. Вахненко // Экономика Украины. – 2007. - №1. – С. 14-24.
23. Вербицька Г. Проблеми міжнародної заборгованості на глобальних фінансових ринках / Г. Вербицька // Вісник Тернопільського національного економічного університету. – 2008. - №3. – С. 77-84.
24. Власенко М.О. Понятійні та сутнісні характеристики світового фінансового ринку / М.О. Власенко // Бізнес Інформ. – 2013.- № 3. – С.52-57.
25. Власюк О.С. Стан та проблеми співробітництва України з міжнародними фінансовими організаціями / О.С. Власюк, Я.Б. Базиліук, С.В. Давиденко, Д.Ю. Венцковський // Фінанси України. – 2013. – № 11. - С. 7.
26. Вожжов А.П. Про причини створення регіональних резервних валют і зміни у світовій валютній системі / А.П. Вожжов // Фінанси України. – 2009. - №3. – С. 56-65.
27. Волощенко Л. М. Розвиток світового фінансового ринку як каталізатору кризових глобалізаційних процесів в економіці / Л. М. Волощенко // Ефективна економіка. – 2012. - №5. [Електронне видання]. – Режим доступу: <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=2154>
28. Вплив глобальних фінансів на валютно-фінансову систему України: Монографія / [Богдан Т.П., Шаров О.М., Сльозко О.О., Редзюк Є.В. та ін.] / НАН України, ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України». – Київ, 2017. – 356 с.

29. Гаврилюк О.В. Тенденції антикризової модернізації інституціональної структури міжнародних фінансів / О.В. Гаврилюк // Фінанси України. – 2016. – № 2. – С. 7.
30. Диба Н. Еволюція золота: історія і сучасність / Н. Диба, Е. Бахтарі // Вісник Національного банку України. – 2008. - №10. – С. 20-28.
31. Дронева А.Н. Вплив глобалізації на розвиток фінансових ринків / А.Н. Дронева. – К.: Центр учбової літератури, 2013. - 240 с.
32. Дунас О. Особливості та основні напрями співробітництва України з міжнародними фінансовими організаціями системи ООН / О. Дунас // Право України. – 2008. - №2. – С. 112-115.
33. Ерфан Є. А. Сучасні тенденції розвитку ринку золота / Є. А. Ерфан, І.І. Белень // Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія: Міжнародні економічні відносини та світове господарство. – 2017. – Вип. 12(1). – С. 102-106.
34. Завербний А.С. Страхування зовнішньоекономічних операцій. – Л.: Вид-во нац. ун-ту «Львівська політехніка». – 2010. – 160 с.
35. Загородній А.Г. Фінансово-економічний словник / А.Г. Загородній, Г.Л. Вознюк. – К.: Знання, 2007. – 1072 с.
36. Зражевська Н.В. Механізм реструктуризації зовнішнього державного боргу / Н.В. Зражевська // Фінанси України. – 2005. - №9. – С. 47-55.
37. Инновационные и классические теории катастроф и экономических кризисов: [Монография] / Н.А. Янковский, Ю.В. Макогон, А.М. Рябчин; науч. ред. Макогон Ю.В.]. – Донецк: ДонНУ, 2009. – 331 с.
38. Івасів Б.С. Міжнародні розрахунки та валютні операції: навч. посіб. / Б.С. Івасів, Л.М. Прийдун, В.Я. Рудан. – Тернопіль: Вектор, 2013. - 572 с.
39. Каваи М. Финансовый регионализм / М. Каваи, Д. Ломбарди // Финансы и развитие. – 2012. – Сентябрь. – С. 23-25. [Электронный ресурс]. – Режим доступа к статье: <https://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/fandd/2012/09/pdf/kawai.pdf>
40. Калач Г.М. Роль фондового ринку в акумуляції й перерозподілі фінансових ресурсів у реальний сектор економіки / Г.М. Калач // Фінанси України. – 2008. - №9. – С. 62-69.
41. Карлін М.І. Фінанси зарубіжних країн: [Навч. посібник] / М.І. Карлін. – К.: Кондор, 2009. – 384 с.
42. Ковтонюк К.В. Інтеграційний вимір світового фінансового простору / К.В. Ковтонюк // Культура народів Причорномор'я / Таврический национальный университет им. В.И.Вернадского. Межвузовский центр «КРЫМ». – 2013. - №248. – С. 22-25.
43. Козак Ю. Г. Міжнародні фінанси / Ю.Г. Козак. – К.: ЦУЛ, 2013. – 388 с.
44. Козак Ю.Г. Міжнародні фінанси: [Навч. посібник; видання 3-тє, перероб. та доп.] / Ю.Г. Козак, Н.С. Логвінова, В.В. Ковалевський та ін.; за ред. Козака Ю.Г., Логвінової Н.С., Ковалевського В.В. – К.: Центр учбової літератури, 2007. – 640 с.



45. Козюк В. Монетарні аспекти розвитку поглядів на проблему забезпечення глобальної фінансової стабільності / В. Козюк // Вісник Національного банку України. – 2007. - № 4. – С. 34-39.
46. Козюк В. Нова міжнародна фінансова архітектура: дефініційні контури та аспекти монетарного аналізу глобалізаційних процесів / В. Козюк // Актуальні проблеми економіки. – 2005. - №9. – С.124-133.
47. Козюк В.В. Валютні резерви в глобальних умовах / В.В. Козюк // Фінанси України. – 2007. - №2. – С. 127-137.
48. Колінець Л.Б. Новий світовий фінансовий порядок: Монографія / Л.Б.Колінець. – Тернопіль: ТНЕУ, 2018. – 360 с.
49. Колінець Л.Б. Теоретичні концепти світового фінансового порядку / Л.Б.Колінець // Інтелект ХХІ. – 2017. - №2. – С.18-25.
50. Колосова В. П. Співробітництво України з міжнародними фінансовими організаціями: сучасний стан та перспективи розширення / В.П. Колосова, І.М. Іванова // Фінанси України. – 2014. – № 11. - С. 33.
51. Колосова В.П. Інституціональні чинники та наслідки реформування міжнародних фінансових організацій / В. П. Колосова // Фінанси України. – 2015. – № 10. - С. 32.
52. Корнеев В. Реструктуризация задолженности в Лондонском и Парижском клубах кредиторов / В. Корнеев // Экономика Украины. – 2001. - №3. – С. 13-21.
53. Кравчук Н.Я. Реструктуризація зовнішнього боргу / Н.Я. Кравчук // Фінанси України. – 2001. - №10. – С. 63-72.
54. Кузьмінський В.З. Сучасний стан та проблеми валютного ринку України / В.З. Кузьмінський // Сучасні підходи до управління підприємством: збірник наукових праць. – 2016. - №1. URL: <http://sru.fmm.kpi.ua/article/view/72891/68380>
55. Лизун М.В. Валютні союзи: ретроспективні та сучасні форми / М.В. Лизун, І.О. Ліщинський // Економічний простір. – 2017. - №118. – С. 47-59.
56. Лук'яненко Д.Г. Глобальна економічна інтеграція: [Монографія] / Д.Г. Лук'яненко. – К.: ТОВ «Національний підручник», 2008. – 220 с.
57. Лук'яненко Д.Г. Інтернаціоналізація і глобалізація страхової діяльності / Управління міжнародною конкурентоспроможністю в умовах глобалізації економічного розвитку: [Монографія]: У 2 т. – Т.І / Д.Г. Лук'яненко, А.М. Поручник, Л.Л. Антонюк та ін.; За заг. ред. Д.Г. Лук'яненка, А.М. Поручника. – К.: КНЕУ, 2006. – 816 с.
58. Лук'яненко Д.Г. Світові фінансові кризи та глобальне регулювання / Управління міжнародною конкурентоспроможністю в умовах глобалізації економічного розвитку: [Монографія]: У 2 т. – Т.І / Д.Г. Лук'яненко, А.М. Поручник, Л.Л. Антонюк та ін.; За заг. ред. Д.Г. Лук'яненка, А.М. Поручника. – К.: КНЕУ, 2006. – 816 с.
59. Лэттер Т. Выбор режима валютного курса / Т. Лэттер [Пер. на рус. Романова С]. – Банк Англии, Лондон, 1996. – 35 с.
60. Любохинець Л.С. Світові фінансові ринки в умовах глобалізації / Л.С. Любохинець, О.О. Лабунець // Економіка та суспільство: Електронне

- наукове видання. – 2018. – Вип.15. – С. 40-45. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.economyandsociety.in.ua/journal/15\\_ukr/7.pdf](http://www.economyandsociety.in.ua/journal/15_ukr/7.pdf)
61. Мазур І. Фінансова глобалізація як один з основних чинників тінізації світового господарства / І. Мазур // Вища школа. – 2008. - №2. – С. 34-45.
62. Макогон Ю.В. Международный банковский бизнес: [Учебное пособие] / Ю.В. Макогон, Е.В. Булатова. – К.: Атика, 2003. – 208 с.
63. Макогон Ю.В. Международный менеджмент: [Учебное пособие] / Ю.В. Макогон, Т.В. Орехова, К.В. Лысенко, И.В. Хаджинов. – Донецк: ООО «Норд Компьютер», 2006. – 236 с.
64. Малкина М.Ю. Анализ позиционирования мировых финансовых центров в международной финансовой системе / М.Ю. Малкина // Финансы и кредит. – 2012. - №4 (484). – С. 31-40.
65. Марена Т.В. Actual Typology of the World Financial Centers // Вісник Маріупольського державного університету. Серія: Економіка. – 2016. – Вип. 11. – С.103-109.
66. Марена Т.В. Regional financial mechanisms as a component of the global financial safety net // Вісник Маріупольського державного університету. Серія: Економіка. – 2015. – Випуск 10. – С. 62-67.
67. Марена Т.В. Класифікація та особливості застосування інструментів валютної політики / Т.В. Марена // Проблемы развития внешнеэкономических связей и привлечения иностранных инвестиций: региональный аспект: Сборник научных трудов. – Донецк: ДонНУ, 2004. – Ч.2. – С. 601-603.
68. Марена Т.В. Науково-методичні підходи до оцінки конкурентних позицій світових фінансових центрів / Т.В. Марена // Вісник Маріупольського державного університету. Серія : Економіка. – Маріуполь, 2018. – Вип. 15. – С. 106–114.
69. Марена Т.В. Особливості формування та розподілу світових золотовалютних резервів в сучасних умовах / Т.В. Марена // Вісник Донецького університету. Серія В. Економіка і право. – Донецьк: ДонНУ. – 2009. – №1. – С. 387-394.
70. Марена Т.В. Регіональні особливості та перспективи формування валютних союзів у контексті інтеграційних викликів // Вісник Маріупольського державного університету. Серія: Економіка. – 2017. – Вип. 14. – С.122-131.
71. Марена Т.В. Розвиток міжнародного ринку фінансово-платіжних послуг в умовах глобальної нестабільності // Причорноморські економічні студії: Науковий журнал. – 2016. – Вип. 5. – С.25-29.
72. Марена Т.В. Фінансова складова міжнародної конкурентоспроможності регіону // Розвиток міжнародної конкурентоспроможності регіону в умовах глобальної інтеграції: монографія / Під заг. ред. О.В. Булатової. – Маріуполь, 2014. - С.169-200.
73. Марена Т.В. Фінансові механізми регіонального розвитку // Розвиток організаційно-економічних моделей міжрегіонального співробітництва в умовах поглиблення європейської інтеграції: монографія / Під заг. ред. О.В. Булатової. – Маріуполь: МДУ, 2017. – 226 с. – С. 122-144.

74. Марена Т.В. Формування валютної політики країн світу в сучасних умовах: [Монографія] / Т.В. Марена. – Донецьк: Вид-во «Вебер», 2009. – 198 с.
75. Матросова Л.М. Проблеми регулювання валютної сфери України та можливі шляхи їх вирішення / Л.М. Матросова // Глобальні та національні проблеми економіки. – 2017. – Вип. 18. – С. 468-473.
76. Мировой рынок драгоценных металлов: [Аналитический обзор]. – 2009. – 22 с. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.rmb.ru/files/ofbu/precious\\_metals.pdf](http://www.rmb.ru/files/ofbu/precious_metals.pdf).
77. Мировые финансы: современные тенденции и перспективы развития / Рогач А.И., Пузанов И.И., Снежко О. В., Кузнецова Н.В., Пидчоса А.В., Корнеева Ю.В. – К.: Издательско-полиграфический центр «Киевский университет», 2013. - 351 с.
78. Михайлів З.В. Міжнародні кредитно-розрахункові відносини та валютні операції: [Навч. посібник] / З.В. Михайлів, З.П. Галатяк, Н.І. Горбаль. – Львів: Видавництво Національного університету «Львівська політехніка», 2004. – 244 с.
79. Міжнародні валютно-кредитні відносини: [Підручник] / [За ред. А.С. Філіпенка]. – К.: Либідь, 1997. – 208 с.
80. Міжнародні кредитно-розрахункові та валютні операції: [навч. посіб.] / К.Ф. Ковальчук, Д.Є. Козенков, Ю.Г. Момот. – К.: ЦУЛ, 2016. – 149 с.
81. Міжнародні розрахунки та валютні операції: [Навч. посібник] / О.І. Береславська, О.М. Наконечний, М.Г. Пясецька та ін.; [за заг. ред. М.І. Савлука]. – К.: КНЕУ, 2002. - 392 с.
82. Міжнародні фінанси: [навч. посіб.], 5-те вид. перероб. та доп. / за ред. Козака Ю. Г. – Київ – Катовіце: Центр учбової літератури, 2014. – 348 с.
83. Міжнародні фінанси: навч. посіб. / [С. В. Князь та ін.]; за заг. ред. д-ра екон. наук, проф. О.Є. Кузьміна; Нац. ун-т «Львів. Політехніка». - Л.: Вид-во Львів. політехніки, 2013. – 363 с.
84. Міщенко В. Доларизація: причини та наслідки для економіки України / В. Міщенко, А. Сомик // Вісник Національного банку України. – 2007. - № 5. – С. 28-31.
85. Мозговий О.М. Міжнародні фінанси: [Навч. посібник] / О.М. Мозговий, Т.Є. Оболенська, Т.В. Мусієць, Ю.М. Руденко, О.О. Павлюк. – К.: КНЕУ, 2005. – 502 с.
86. Моисеев С.Р. Классификация режимов валютного курса / С.Р. Моисеев // Информационно-аналитический журнал «Дайджест-финансы». – 2003. - № 3. – С. 23-28.
87. Мойсейчик Г.И. Архитектоника глобальной системы финансовых центров / Г.И. Мойсейчик // Проблемы современной экономики. – 2012. - № 1 (41). – С. 97-101. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.m-economy.ru/art.php?nArtId=3918>
88. Молчанова Е.Ю. Сучасна структура світового фінансового ринку / Е.Ю. Молчанова, О.Ю. Паценко // Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право. – 2013. - №3. – С.188-195.

89. Науменкова С. Формування нової фінансової архітектури: основні питання та можливі виклики для України / С. Науменкова // Вісник Національного банку України. – 2010. - №1. – С. 8-13.
90. Наумов А. Ф. Міжнародні фінанси: навч. посіб. для студ. вищ. навч. закл. / А.Ф. Наумов, Л.М. Наумова. – Миколаїв: Швець В.Д., 2013. - 275 с.
91. Наумов Д. Світові тенденції розвитку ринків сек'юритизації / Д. Наумов // Економіст. – 2009. - №3. – С. 58-64.
92. Никифорова А. Оптимальні валютні зони: методологія визначення / А. Никифорова // Банківська справа. – 2006. - №1. – С. 54-63.
93. Ноздрев С. Китай в системі мирових фінансів / С. Ноздрев // Мировая экономика и международные отношения. – 2016. – Т. 60, № 10. – С. 29-40.
94. Оспіщев В.І. Міжнародні фінанси: [Навч. посібник] / В.І. Оспіщев, О.П. Близнюк, В.В. Кривоший. – К.: Знання, 2006. – 335 с.
95. Партин Г.О. Глобалізація банківської діяльності: основні причини та наслідки / Г.О. Партин, О.С. Гирик // Регіональна економіка. – 2007. - №3. – С. 145-149.
96. Пастернак М.М. Аналіз зовнішньої державної заборгованості в Україні: структура, динаміка, погашення / М.М. Пастернак // Економічний аналіз. - 2014. - Т. 16(1). - С. 224-232.
97. Петрашко Л.П. Валютні операції: [Навч. посібник] / Л.П. Петрашко. – К.: КНЕУ, 2001. – 204 с.
98. Плотніков О.В. Фінансовий менеджмент у транснаціональних корпораціях: [Навчальний посібник] / О.В. Плотніков. – К.: Кондор, 2004. – 252 с.
99. Поліщук Є.А. Особливості розвитку світового фінансового ринку на сучасному етапі / Є.А. Поліщук // Проблеми економіки. – 2014. - № 3. – С. 25-31.
100. Проблеми інтеграції України у світовий економічний простір: [Коллективна монографія] / К.В. Балабанов, Ю.І. Чентуков, О.В. Булатова, Т.В. Марена та інші; [За наук. ред. К.В. Балабанова]. – Донецьк: «Вебер» (Донецька філія), 2007. – 234 с.
101. Прохорова М.Е. Сучасні підходи до формування новітньої архітектури світової валютної системи / М.Е. Прохорова // Науковий вісник Інституту міжнародних відносин НАУ. Серія: економіка, право, політологія, туризм. – 2010. – Том 1, №1. – С.61-71.
102. Пруський О. Конкуренція євро - долара та можливості застосування золота у світовій валютній системі / О. Пруський // Вісник Тернопільської академії народного господарства. – 2005. - №2. – С. 238-244.
103. Пушня В. Передісторія, сучасний стан та майбутнє деривативів / В. Пушня // Фінансовий ринок України. – 2005. - №2. – С. 38-39.
104. Резнікова Н.В. Теоретичне обґрунтування феномену розповсюдження валютних криз / Н.В. Резнікова // Актуальні проблеми економіки. – 2004. - №11 (41). – С. 62-68.
105. Рогач О. І. Світові фінанси: сучасні тенденції та перспективи розвитку: монографія / О.І. Рогач, О.В. Сніжко, З.О. Луцишин, І.І. Пузанов,

- В.І. Мазуренко; ред.: О. І. Рогач; Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка. - Київ, 2013. - 351 с.
106. Рубцов Б.Б. Глобальные финансовые рынки: масштабы, структура, регулирование / Б.Б. Рубцов // Век глобализации. – 2011. – Вып. №2 (8). – С.73-98.
107. Руденко Л.В. Міжнародні кредитно-розрахункові та валютні операції. Видання 2-ге, перероблене і доповнене: [Підручник] / Л.В. Руденко. – К.: Центр учбової літератури, 2007. – 632 с.
108. Руденко-Сударева Л.В. Процессы глобализации и транснационализации: теоретико-методологический подход к комплексной оценке / Л. Руденко-Сударева, О. Мозговой, Д. Гуртов // Журнал европейской экономики. – 2010. – Т.9 (№2). – С. 195-220.
109. Рынок золота, серебра, металлов платиновой группы: итоги 2008, прогнозы 2009: Аналитический обзор. – 2009. – 110 с. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://marketing.rbc.ru/research/562949962362278.shtml>.
110. Савельев Є.В. Міжнародна економіка: теорія міжнародної торгівлі і фінансів: [Підручник для магістрантів з міжнародної економіки і державної служби] / Є.В. Савельев. – Тернопіль: Економічна думка, 2001. – 504 с.
111. Савельев Є.В. Формування в Україні міжнародних фінансових центрів та офшорних зон / Є.В. Савельев // Вісник Львівської комерційної академії. Серія економічна. – 2005. – Випуск 18. – Частина 2. – С. 92-104.
112. Семенов А.А. Закордонні філії ТНК: способи створення і фінансування / А.А. Семенов // Фінанси України. – 2002. - №5. – С. 59-67.
113. Семенов А.Г. Международные финансы: [Учебное пособие] / А.Г. Семенов, Н.А. Бударина. – Донецк: ДонНУ, 2003. – 247 с.
114. Слободяник А.М. Світовий валютний ринок: тенденції сучасного розвитку / А.М. Слободяник // Науковий вісник НУБіП України. Серія: Економіка, аграрний менеджмент, бізнес. – 2016. - №247. – С. 288-295. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://journals.nubip.edu.ua/index.php/Economica/article/view/8171>
115. Сльозко О. Альтернативні шляхи залучення фінансових ресурсів на міжнародних ринках капіталів в умовах глобалізації / О. Сльозко // Світові фінанси: сучасні тенденції та перспективи розвитку: монографія / О.І. Рогач, І.І. Пузанов, З.О. Луцишин та ін.; за заг. ред. О.І. Рогача. – Київ: Видавничо-поліграфічний центр «Київський університет», 2013. – С. 142–161.
116. Сльозко О.О. Аналіз проблем регулювання валютних курсів і створення глобальної валюти міжнародним валютним фондом / О.О. Сльозко // Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія «Економічні науки». – 2015. – Вип. 13, Ч. 4. – С. 12–16.
117. Сльозко О.О. Трансформація глобальної фінансової системи після кризи 2008–2009 рр. / О.О. Сльозко // Теоретические и практические аспекты экономики и интеллектуальной собственности. – 2011. – С. 22–34.
118. Столярчук Я. Асимметрия развития глобального финансового рынка / Я. Столярчук, А. Ляменков // Глобальное экономическое развитие: тенденции, асимметрии, регулирование: монография / под науч. ред.

- професоров Д.Луцьяненко, А.Поручника, В.Колесова. – Киев: КНЭУ, 2013. – С. 255–269.
119. Фаненко М. Международная ликвидность и диверсификация официальных резервных активов / М. Фаненко // *Мировая экономика и международные отношения*. – 2007. - №6. – С. 54-61.
120. Фінанси (державні, корпоративні, міжнародні): підруч. для студ. вищ. навч. закл. / В.О. Онищенко [та ін.]; [за ред. В.О. Онищенко]; Полтав. нац. техн. ун-т ім. Юрія Кондратюка. – К.: ЦУЛ, 2016. – 599 с.
121. Фурман І. В. Стан зовнішньої заборгованості України перед міжнародними кредиторами: оцінка та напрями врегулювання / І. В. Фурман // *Фінансовий простір*. - 2013. - № 2. - С. 66-73.
122. Хмыз О. Хеджевые фонды на мировом валютном рынке / О. Хмыз // *Мировая экономика и международные отношения*. – 2009. - №6. – С. 54-57.
123. Чернова О.В. Аналіз сучасного стану світового ринку цінних паперів / О.В. Чернова, В.М. Попко // *Економіка. Управління. Інновації*. – 2016. – Вип. № 2 (17). [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/eui\\_2016\\_2\\_32](http://nbuv.gov.ua/UJRN/eui_2016_2_32)
124. Шамова І.В. Грошово-кредитні системи зарубіжних країн / І.В. Шамова. – К.: КНЕУ, 2001. – 195 с.
125. Шаров О. Глобалізація валютної системи / О. Шаров // *Журнал європейської економіки*. – 2008. – Т.7, №1. – С. 76-93.
126. Шаров О. Глобальна криптовалюта як перспектива світової валютної системи / О. Шаров // *Журнал європейської економіки*. – Том 17, Номер 1, Березень 2018. – С.139-151.
127. Швайка М. Світова фінансова криза: причини виникнення та шляхи подолання / М. Швайка // *Журнал європейської економіки*. – 2008. – Т.7, №4. – С. 424-437.
128. Шемет Т.С. Міжнародні фінанси: [Підручник] / [За заг. ред. А.А. Мазаракі]. – К.: КНТЕУ, 2000. – 336 с.
129. Шемет Т.С. Теорія і практика валютного курсу: [Навчальний посібник] / Т.С. Шемет. – К.: Либідь, 2006. – 360 с.
130. Шенаєв В. Світові гроші: історія та перспективи / В. Шенаєв // *Журнал європейської економіки*. – 2008. – Т.7, №2. – С. 198-211.
131. Шлапак А.В. Світовий фінансовий ринок в умовах глобалізації економіки / А.В. Шлапак // *Інтелект ХХІ*. – 2017. - №2. – С.53-61.
132. Шпак Л.О. Особливості розвитку світових фінансових центрів / Л.О. Шпак // *Вісник Східноєвропейського університету економіки і менеджменту*. – 2013. – Випуск 1 (14). – С.51-62.
133. Якушик І.Д. Міжнародні фінанси: навч. посіб. для студентів ВНЗ / І.Д. Якушик, В.І. Савчук, Н.В. Савчук; Укр. держ. ун-т фінансів та міжнар. торгівлі. - Київ: Леся, 2014. - 547 с.
134. Bernhard W. Democratic institutions and exchange rate commitments / W. Bernhard, D. Leblang // *International organization*. – 1999. – Vol. 53, № 1. – P. 71-97. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://journals.cambridge.org/action/displayAbstract?fromPage=online&aid=172927>.

135. Calvo G. Fear of floating / G. Calvo, C. Reinhart // *Journal of economics*. – 2002. – Vol.117, № 2. – P. 379-408. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=248599.html](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=248599.html).
136. Caramazza F. Fixed or flexible? Getting the exchange rate right in the 1990s / F. Caramazza, J. Aziz // *Economic Issues*. – IMF, 1998. – 18 p. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.imf.org/external/pubs/search.64.233.183.104.html>.
137. Fischer S. Financial crises and reform of the international financial system / S. Fischer // *Review of world economics*. – 2003. – Vol. 139, № 1. – P. 1-37.
138. Fleming J.M. Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates / J.M. Fleming // *IMF Staff Papers*. – 1962. – Vol. 9. – P. 369-379. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www-personal.umich.edu/~alandear/glossary/m.htm>.
139. Friedman M. The case for Flexible Exchange Rates / M. Friedman // *Essays in Positive Economics*. – Chicago: University of Chicago Press, 1953. – P. 157–203 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://www.cato.ru/pages/137?idcat=179&id\\_theme=139.html](http://www.cato.ru/pages/137?idcat=179&id_theme=139.html).
140. *Global Financial Stability Report*. – Washington: IMF, 2003-2018. [Electronic source]. – Access mode: <http://www.imf.org/en/publications/gfsr>
141. *Gold Demand Trends: World Gold Council Report*. [Электронный ресурс]. – Режим доступа до звітів: [http://www.gold.org/investment/research/regular\\_reports/gold\\_demand\\_trends](http://www.gold.org/investment/research/regular_reports/gold_demand_trends).
142. Goldfajn I. Can flexible exchange rates still «work» in financially open economies? / I. Goldfajn, G. Olivares // *G-24 Discussion paper series*. – 2001. – № 8. – P. 1-21.
143. *IMD World Competitiveness Yearbook*. International Institute for Management Development. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.imd.org/research/publications/wcy/index.cfm>.
144. McKinnon R.I. Optimum Currency Areas / R.I. McKinnon // *American Economic Review*. – 1963. – Vol. 53. – P. 717-724.
145. Mundell R.A. Monetary problems of the international economy / R.A. Mundell, A.K. Swoboda. – Chicago: University of Chicago press, 1969. – 280 p. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://links.jstor.org/sici?sici=0013-0133.html>.
146. Mundell R.A. The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Exchange Rates / R.A. Mundell // *Quarterly Journal of Economics*. – 1960. – Vol. 74. – P. 227-257.
147. Park Y.S. *International Banking and Financial Centers* / Yoon S. Park, Musa Essayyad. – Norwell: Kluwer Academic Publishers, 1989. – 157 p.
148. Riehl H. *Foreign exchange and money markets; Managing foreign and domestic currency operations* / H. Riehl, R.M. Rodriquez. – N.Y. etc.: McGraw-Hill, 1983. – 452 p.
149. *The Global Financial Centres Index (2007-2018)*. – City of London: Z/Yen Group. [Электронный ресурс]. – Режим доступа:

<http://www.longfinance.net/programmes/financialcentrefutures/global-financial-centres-index.html>

150. Thrift N. The Geography of International Economic Disorder / N. Thrift // A World in Crisis? Geographical Perspectives. – Oxford: Blackwell, 1989. – P. 12-67.
151. World Federation of Exchanges Market Highlights. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics>
152. World Silver Survey 2018. A Summary: [The Silver Institute Report]. [Електронний ресурс]. – Режим доступу до звіту: <https://www.silverinstitute.org/wp-content/uploads/2018/04/2018WorldSilverSurvey.pdf>.

### ***КОРИСНІ ПОСИЛАННЯ***

1. <http://www.bank.gov.ua> – офіційний сайт Національного банку України
2. <http://www.bis.org> – офіційний сайт Банку міжнародних розрахунків
3. <http://www.bloomberg.com> – сайт компанії Bloomberg
4. <http://www.clubdeparis.org> – офіційний сайт Паризького клубу
5. <http://www.ebrd.org> – офіційний сайт Європейського банку реконструкції та розвитку
6. <http://www.ecb.int> – офіційний сайт Європейського центрального банку
7. <http://www.eib.org> – офіційний сайт Європейського інвестиційного банку
8. <http://www.gold.org> – офіційний сайт Всесвітньої Золотої Ради
9. <http://www.iif.com> – сайт Всесвітньої асоціації фінансових інститутів
10. <http://www.imd.org> – офіційний сайт Міжнародного інституту розвитку менеджменту (IMD)
11. <http://www.imf.org> – офіційний сайт Міжнародного валютного фонду
12. <http://www.minfin.gov.ua> – офіційний сайт Міністерства фінансів України
13. <http://www.reuters.com> – сайт Міжнародного агентства Reuters
14. <http://www.silverinstitute.org> – офіційний сайт Інституту срібла
15. <https://www.nssmc.gov.ua> – офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку
16. <http://www.ukrstat.gov.ua> – офіційний сайт Державної служби статистики України
17. <http://www.unctad.org> – офіційний сайт ЮНКТАД
18. <http://www.weforum.org> – офіційний сайт Всесвітнього економічного форуму
19. <http://www.worldbank.org> – офіційний сайт Світового банку