

МІЖРЕГІОНАЛЬНА
АКАДЕМІЯ УПРАВЛІННЯ ПЕРСОНАЛОМ



МАУП

І. Я. Софіщенко

МІЖНАРОДНІ ФІНАНСИ

Навчальний посібник

МАУП

Київ 2005

ББК 65.268я73
С 68

Рецензенти: *О. В. Плотніков*, д-р екон. наук, проф.
В. Т. Сльозко, канд. екон. наук.

Схвалено Вченою радою Міжрегіональної Академії управління персоналом (протокол № 5 від 25.05.04)

Софіщенко І. Я.
С68 Міжнародні фінанси: Навч. посіб. — К.: МАУП, 2005. — 200 с.:
іл. — Бібліогр. в кінці розд.
ISBN 966-608-498-8

У навчальному посібнику викладено особливості функціонування основних сфер міжнародних фінансів. Детально охарактеризовано принципи, умови та механізми руху міжнародних фінансових ресурсів. Проаналізовано характер операцій, які опосередковують рух фінансових ресурсів між суб'єктами міжнародної економіки, особливості організації міжнародних фінансових ринків.

Посібник містить контрольні питання, які сприятимуть засвоєнню матеріалу студентами, перелік навчальної літератури, ознайомлення з якою дозволить поглибити знання.

Для студентів, аспірантів, викладачів, фахівців, які цікавляться проблемами міжнародних фінансів або працюють у цій сфері.

ББК 65.268я73

ISBN 966-608-498-8

© І. Я. Софіщенко, 2005
© Міжрегіональна Академія
управління персоналом (МАУП), 2005

Вступ	7
Частина I	
Фінанси міжнародної економіки	9
Розділ 1. Фінансові потоки у міжнародній економіці та міжнародні фінансові відносини	9
1.1. Сутність і форми міжнародних фінансових потоків.	9
1.2. Міжнародний фінансовий ринок	13
Контрольні питання	18
Література	18
Розділ 2. Рух міжнародних фінансових ресурсів і статистика платіжного балансу	19
2.1. Принципи організації статистики міжнародного руху фінансових ресурсів	19
2.2. Структура платіжного балансу	20
Контрольні питання	24
Література	24
Частина II	
Валютні відносини в системі міжнародних фінансів	25
Розділ 3. Сучасна валютна система	25
3.1. Принципи побудови та регулювання сучасної валютної системи	25
3.2. Функціональні форми грошових ресурсів	28
Контрольні питання	30
Література	30

Розділ 4. Валютний ринок як складова міжнародного фінансового ринку	31
4.1. Структура та функції валютного ринку	31
4.3. Валютний ринок України: еволюція та сучасний стан	38
Контрольні питання	51
Література	51
Розділ 5. Валютний курс і валютні операції	52
5.1. Економічний зміст валютного курсу	52
5.2. Загальні умови здійснення валютних операцій	55
5.3. Види валютних операцій і техніка їх здійснення	58
Контрольні питання	76
Література	77
Частина III	
Рух фінансових ресурсів у міжнародній платіжній системі	78
Розділ 6. Міжнародна платіжна система	78
6.1. Принципи побудови та функціонування міжнародної платіжної системи	78
6.2. Інструменти міжнародних розрахунків	81
Контрольні питання	84
Література	84
Розділ 7. Організація міжнародних розрахунків	85
7.1. Загальні умови здійснення міжнародних розрахунків	85
7.2. Валютні кліринги у міжнародних розрахунках	89
Контрольні питання	91
Література	92

Частина IV	
Міжнародні позики	
та їх перерозподіл у світовій економіці	93
Розділ 8. Міжнародний приватний кредит: Види та умови надання	93
8.1. Міжнародний комерційний кредит	94
8.2. Міжнародний банківський кредит	99
8.3. Євроринок і міжнародні позики	113
Контрольні питання	127
Література	128
Розділ 9. Офіційні міжнародні кредитні ресурси та особливості їх руху	129
9.1. Центральні банки та їх операції в системі міжнародних фінансів	129
9.2. Міжнародні фінансові організації в системі міжнародних фінансів	139
9.2.1. Діяльність Міжнародного валютного фонду в системі міжнародних фінансів	139
9.2.2. Кредити Світового банку	150
9.2.3. Кредити міжнародних регіональних фінансових організацій	162
Контрольні питання	167
Література	167
Частина V	
Міжнародні інвестиції:	
види та механізми здійснення	168
Розділ 10. Міжнародні прямі інвестиції	168
10.1. Теоретичні засади здійснення прямих іноземних інвестицій	169
10.2. Транснаціональні корпорації як провідний суб'єкт міжнародного інвестування	172
Контрольні питання	178
Література	178

Розділ 11. Міжнародні портфельні інвестиції	179
11.1. Суб'єкти портфельного інвестування	179
11.2. Інструменти портфельного інвестування	180
11.3. Принципи портфельного інвестування	183
11.4. Міжнародний фондовий ринок	186
Контрольні питання	198
Література	198



МАУП

ВСТУП

Інтеграція української економіки у світове господарство передбачає активізацію всіх видів міжнародної діяльності вітчизняних суб'єктів господарювання, зокрема фінансової. У результаті цих процесів вони стають учасниками складної системи міжнародних валютно-фінансових відносин, які формуються з приводу міжнародного руху фінансових ресурсів в усьому різноманітті форм їх прояву. Міжнародні фінанси є сферою міжнародної економіки, яка динамічно розвивається в умовах глобалізації світогосподарських процесів, створюючи широкі можливості для прискореного національного розвитку і провокуючи деструктивні явища. Зважаючи на це вивчення складових системи валютно-фінансових відносин, форми руху міжнародних фінансових ресурсів є необхідним елементом системи сучасної економічної освіти будь-якого рівня.

Навчальний посібник “Міжнародні фінанси” має на меті допомогти студентам здобути базові знання у сфері міжнародних валютно-фінансових відносин, сформувані уявлення щодо основних закономірностей і механізмів нагромадження та перерозподілу міжнародних фінансових ресурсів.

Вивчення курсу дасть змогу студентам:

- оволодіти понятійним апаратом курсу, системою категорій, які визначають суть процесів, що відбуваються у сфері міжнародних фінансів;
- вивчити основні принципи функціонування міжнародних валютно-фінансових відносин;
- засвоїти основні умови руху різноманітних функціональних форм міжнародних фінансових ресурсів;
- засвоїти основні характеристики операцій з міжнародними фінансовими ресурсами та особливості їх організації;
- набути навичок прийняття рішень під час здійснення операцій з міжнародними фінансовими активами.

Рух міжнародних фінансових ресурсів відбувається в різних видах і формах, які зумовлені сутністю коштів і капіталу та їх роллю у процесах відтворення, і здійснюється через систему механізмів. Структура посібника зорієнтована на послідовне розкриття особливостей цих механізмів, їх складових і тенденцій розвитку в сучасних умовах.

Матеріал навчального посібника розподілений відповідно до тем курсу. Після кожної теми подано контрольні питання, відповіді на які відбиватимуть рівень засвоєння студентами принципово важливих моментів цієї теми. Самостійне ознайомлення з поданою наприкінці кожної теми літературою дасть змогу студентам поглибити свої знання.



Фінанси міжнародної економіки

Розділ 1. Фінансові потоки у міжнародній економіці та міжнародні фінансові відносини

1.1. Сутність і форми міжнародних фінансових потоків

Процеси інтернаціоналізації господарського життя та міжнародного підприємництва забезпечуються переважно рухом коштів і капіталу між країнами на макрорівні, між суб'єктами господарювання на мікрорівні та створенням нагромаджень. Міжнародний рух капіталу перетворюється на провідну форму міжнародних економічних відносин. Фінансові потоки, що утворюються, охоплюють увесь обіг грошової маси та її розміщення в активах усіх сфер фінансової системи. Розширення масштабів міжнародних економічних зв'язків та зростання їхньої ролі, зумовлені розвитком світового господарства, сформували міжнародну фінансову систему, в межах якої складаються міжнародні валютно-фінансові відносини. Міжнародна фінансова система як сукупність фінансових ринків і фінансових інститутів, що функціонують у середовищі міжнародної економіки, організаційною формою міжнародних валютно-фінансових відносин.

У світовому господарстві відбувається переливання фінансових ресурсів з однієї країни в іншу, а отже, формуються грошові потоки, міжнародні фінансові ресурси — грошові та капітальні активи, що утворюються внаслідок руху і розподілу коштів між країнами світового господарства. Частина цих коштів обслуговує міжнародний обмін товарів і послуг, виконуючи основні грошові функції як засіб платежу та засіб обігу. Інша частина функціонує як капітал, використання якого дає змогу отримати додаткову вартість.

Міжнародні валютно-фінансові відносини це система зв'язків, які складаються між суб'єктами господарювання різних національних економік, між державними та міжнародними інститутами з приводу формування та використання міжнародних фінансових ресурсів.

Основними суб'єктами міжнародних валютно-фінансових відносин є:

- банки;
- транснаціональні компанії;
- фірми фінансового та нефінансового сектора національної економіки;
- уряди країн;
- міжнародні організації;
- фізичні особи.

Банки здійснюють операції з коштами, отримують кредитні ресурси та розміщують їх в інших країнах на вигідніших умовах. Міграцію капіталу між країнами у світовій економіці забезпечують переважно два види банків — комерційні та інвестиційні. Інвестиційні банки є спеціалізованими фінансовими установами, що оперують виключно на ринку цінних паперів. Опосередковують рух міжнародних фінансових ресурсів як національні, так і міжнародні банки.

Транснаціональні компанії (ТНК) формують основні канали руху міжнародних фінансових ресурсів, отримуючи на вигідніших умовах зовнішнє фінансування для здійснення виробничої та фінансової діяльності. Нині налічується близько 40 тис. ТНК, причому лише 500 найпотужніших з них контролюють близько 70 % світового виробництва та прямих іноземних інвестицій.

Фірми фінансового сектора активно транснаціоналізують свою діяльність, здійснюючи операції на іноземних фінансових ринках. Провідними учасниками міжнародного фінансового ринку є інвестиційні, пенсійні фонди та страхові компанії. Статистика свідчить, що нині близько 4 тис. інвестиційних фондів оперують у сфері міжнародних фінансів активами, що становлять майже 4 трлн дол.

Фірми нефінансового сектора національної економіки переважно фінансують зовнішньоторговельну діяльність і виконують свої платіжні зобов'язання.

Уряди країн отримують у світовій фінансовій системі фінансові ресурси в розмірах і на умовах, неможливих у межах національних економік.

Міжнародні організації використовують міжнародні фінансові ресурси для виконання функцій, які покладені на них світовим співтовариством.

Фізичні особи отримують доступ до міжнародних фінансових ресурсів залежно від участі в міжнародній економіці.

Завдяки економічній діяльності суб'єктів світового господарства утворюються фінансові потоки, відбувається переміщення фінансових активів. З метою вивчення закономірностей руху фінансових потоків їх напрямів і задля оцінки перспектив розвитку системи міжнародних валютно-фінансових відносин необхідно класифікувати ці потоки залежно від особливостей джерел формування, характеру взаємодії учасників світової економіки та інших ознак.

Вивчаючи особливості сучасного розвитку системи міжнародних валютно-фінансових відносин, необхідно враховувати характер системної трансформації, яка відбувається у світовому господарстві. Якщо на попередніх етапах його розвитку сфера міжнародних фінансів обслуговувала передусім реальний сектор світового господарства, то у другій половині ХХ ст. її розвиток характеризувався певною автономією від реального сектора та самодостатністю. Стрімке зростання різноманітних фінансових інструментів кредитної природи зумовлює виникнення внутрішніх самостійних джерел, що сприяють бурхливому розвитку міжнародної фінансової сфери. У 1971 р. зарубіжні активи приватних банків усіх країн світу становили 208 млрд дол., 1995 р. вони перевищили 8 трлн дол., що в 1,6 разу більше від загального обсягу світового товарного експорту. У 1980 р. обсяг міжнародних операцій з цінними паперами резидентами країн “великої сімки” становив 7,2 % її сукупного ВВП, у 1990 р. — 68,5, а в 1995 р. — 166 % (тоді як обсяг зовнішньоторговельного обігу цих країн у 1995 р. становив 36 % їх ВВП). За оцінками експертів, на початку 90-х років 90 % операцій на фондових біржах світу не мали відношення до торгівлі та довгострокових інвестицій. Ці тенденції відбиває й статистика руху міжнародних фінансових ресурсів 90-х років (табл. 1).

Таблиця 1

Потоки міжнародних фінансових ресурсів (млрд дол. США)

Види інструментів запозичення	1993 р.	1995 р.	2000 р.	2002 р.
Міжнародні боргові цінні папери (облігації, ноти, інструменти грошового ринку)	188,7	263,1	1241,1	1010,5
Міжнародні банківські позики	200	330	734	500,3
Обсяг світової торгівлі товарами та послугами	4702	6257	7720	7876

Джерело: World economic outlook: a survey by staff of the IMF – W.: The Fund, Sept., 2003, Bank of International Settlements. – Basel: BIS, 2003.

У сучасному світовому господарстві утворюються також фінансові потоки, які дестабілізують систему міжнародних фінансів загалом і окремих країн зокрема. Щодо значущості, для здійснення відтворювальних процесів можна виокремити дві сфери, в яких функціонують міжнародні фінансові потоки:

- сектор відтворювальних фінансів;
- сектор фінансів, які не пов'язані з процесом відтворення, а передбачають отримання спекулятивного прибутку.

Основні види міжнародних фінансових потоків можна класифікувати за такими критеріями:

а) відношення до відтворювального процесу:

- відтворювальні потоки фінансових ресурсів, зокрема зовнішньоторговельні, капітальні;
- віртуальні потоки фінансових ресурсів, що опосередковують спекулятивну діяльність у світовій економіці;

б) характер власності щодо їх джерел:

- фінансові потоки приватних ресурсів;
- фінансові потоки офіційних ресурсів;

в) умови їх переміщення від власників до користувачів:

- фінансові ресурси, які надаються на основі позики (боргові);
- фінансові ресурси, що передбачають участь інвесторів на паях;

г) види економічної діяльності:

- фінансові потоки, що утворюються в результаті міжнародних розрахунків;
- міжнародні кредити;

- міжнародні інвестиції;
- фінансові потоки як результат діяльності транснаціональних корпорацій;
- фінансові потоки як результат діяльності міжнародних фінансових організацій.

Внаслідок того, що міжнародні валютно-фінансові відносини складаються з приводу міжнародних фінансових ресурсів, їх необхідно розглядати як сукупність економічних відносин, що реалізуються впродовж дії економічних угод — торговельних, валютних, інвестиційних — між резидентами певної країни та резидентами іноземних держав з приводу формування грошових фондів, необхідних для здійснення міжнародної діяльності.

На суб'єктів міжнародної економіки — учасників міжнародних валютно-фінансових відносин — впливають часові просторові фактори ризику (валютного, інвестиційного, політичного). Вони спричинені невизначеністю та коливанням курсів валют і цінних паперів через існування різниці в темпах інфляції та рівні ставок відсотка в різних країнах, непередбаченістю економічної політики держав. Зважаючи на такий характер середовища руху міжнародних фінансових ресурсів, при здійсненні операцій з фінансовими ресурсами необхідно враховувати вплив на їх майбутню вартість часу, простору та невизначеності.

1.2. Міжнародний фінансовий ринок

Мобілізація та обмін фінансовими ресурсами здійснюються на фінансових ринках, де укладаються угоди щодо придбання та продажу фінансових ресурсів. Власники фінансових ресурсів продають або надають у тимчасове використання їх тим, хто потребує додаткового фінансування своєї діяльності. Тому щодо фінансового ринку про фінансові ресурси йдеться як про певні активи.

Сутність будь-якого ринку можна визначити передусім як місце “зустрічі” попиту і пропозиції на певні ресурси та визначення їх цінності.

Міжнародним фінансовим ринком називається сукупність ділових операцій між учасниками з різних країн у визначеній сфері фінансів або у визначеному місці, де відбувається обмін фінансовими активами та визначення їх ціни.

Розвиток регулярних міжнародних економічних зв'язків, поширення кредитних засобів, міжнародних розрахунків, посилення концентрації та централізації банківського капіталу, поява інформаційних банківських технологій стали найважливішими передумовами виникнення сучасних міжнародних фінансових ринків.

Щоденний оборот світового фінансового ринку становить від 500 млн дол. до 4 трлн дол., до того ж 20 % обороту припадає на азійський ринок, 40 — на європейський і 40 % — на американський.

Рушійною силою розвитку міжнародного фінансового ринку є процеси інтернаціоналізації національних фінансових ринків. *Інтернаціоналізація національних фінансових ринків* вимірюється обсягом операцій на міжнародних ринках безпосередньо та відносно операцій на внутрішніх ринках. Обсяг і зміст операцій у вартісному відношенні вказує на доступ на міжнародні ринки.

Проте необхідно зважати на існування факторів, які гальмують процеси інтернаціоналізації:

- висока вартість міжнародних операцій;
- невизначеність прибутків від операцій на міжнародних ринках;
- недостатня інформованість щодо іноземного ринку;
- національна система валютного регулювання.

Через нерівномірність процесу інтернаціоналізації нині у структурі світового фінансового ринку можна виокремити такі складові, які розрізняються за рівнем інтегрованості у глобальні процеси руху фінансових ресурсів:

- сектор національних фінансових ринків, які інтегруються у процесі інтернаціоналізації;
- міжнародні фінансові ринки;
- євроринки;
- офшорні ринки.

Національні ринки найбільш регульовані та обмежені заходами державної грошово-кредитної політики.

Міжнародні фінансові ринки обслуговують суб'єктів господарювання з різних країн і регулюються міжурядовими угодами.

Євроринок — це міжнародний фінансовий ринок, що відокремлений від національних фінансових ринків, використовує кошти, створені на національному ринку, однак їх рух відбувається незалежно від процесів регулювання на національних фінансових рин-

ках. Відповідно банки, які фіксують у бухгалтерських документах операції з такими ресурсами, отримують статус євробанків.

Механізм утворення ресурсів євrorинку є механізмом переміщення фінансових ресурсів з національних фінансових ринків на міжнародний через відкриття депозитів у євробанках в обмін на відкриття депозитів у національних валютах.

Розглянемо цей механізм на прикладі отримання кредиту компанією від Євробанку.

Учасниками операції, внаслідок якої утворюються ресурси євrorинку, виступають: Федеральна резервна система США, яка створює грошові ресурси кредитуванням рахунків банків США; банк у Лондоні, який має рахунок у банку в Нью-Йорку а він, своєю чергою, має рахунок у банку в Лондоні; компанія у США, яка приймає чеки до оплати; компанія-позичальник доларових ресурсів на євrorинку.

1. Банк у Лондоні видає кредит компанії-позичальнику:
 - дебетує свій рахунок у банку в Нью-Йорку;
 - видає чек компанії-позичальнику.
2. Компанія-позичальник пред'являє чек до оплати фінансової компанії у США з метою прискореного отримання коштів:
 - компанія у США кредитує рахунок компанії, приймаючи чек;
 - компанія, що прийняла чек до оплати, дебетує свій рахунок у Федеральній резервній системі.
3. Федеральна резервна система кредитує рахунок банку з Нью-Йорка.
4. Федеральна резервна система кредитує рахунок компанії, що прийняла чек до оплати.
5. Федеральна резервна система дебетує рахунок банку в Нью-Йорку.
6. Банк у Нью-Йорку кредитує рахунок банку в Лондоні.

На євrorинки не поширюються норми національного регулювання, такі як резервні або депозитні страхові вимоги. Відповідно євробанки позбавлені багатьох адміністративних та інших витрат, які існують за наявності регулювання. Вони мають менше оперативних витрат у розрахунку на одну операцію, тому що середній розмір депозитів і позик у них зазвичай більший, ніж у місцевих банків, через вищий відсоток за депозитами та нижчий — за позиками.

Євроринок має відповідну до фінансових інструментів структуру: ринок євровалют і платіжних інструментів, деномінованих у євровалютах, ринок єврокредитів, ринок єврооблігацій (євробондів) та ринок євроакцій.

Довгостроковий євроринок відрізняється від ринку євровалют тим, що на ньому нема посередників. На цьому ринку позичальники і кредитори можуть спілкуватися безпосередньо.

Позики євроринку використовують для фінансування потреб в оборотних коштах, коли потрібні валюти, що не користуються попитом, або коли через урядові вимоги позика на національному ринку стає занадто дорогою чи просто недоступною.

Офшорні фінансові ринки як складова міжнародного фінансового ринку функціонують в офшорних зонах. За характером регулювання руху коштів, розміщених на рахунках, розрізняють три основних типи офшорних ринків:

- перший — нью-йоркський — передбачає наявність спеціальних угод із провідними світовими фінансовими центрами (Токіо, Лондон, Нью-Йорк) і розподіл рахунків на внутрішні й зовнішні, що позбавлені обмежень;
- другий — лондонський — передбачає позбавлення обмежень як внутрішніх, так і зовнішніх рахунків;
- третій — “податкові сховища”, які характеризуються відсутністю оподаткування.

Загальне середовище здійснення операцій в офшорних зонах значно відрізняється від інших складових міжнародного фінансового ринку та характеризується:

- а) ліберальним валютно-кредитним законодавством, яке захищає інтереси інвесторів і не накладає суттєвих обмежень на фінансові інститути;
- б) здійснення операцій в іноземних валютах;
- в) пільговий режим оподаткування;
- г) можливість використання спеціальних валютних курсів.

Між зазначеними секторами світового фінансового ринку є тісний зв'язок: у разі виникнення більш сприятливих умов отримання ресурсів, між ними постійно здійснюється переливання коштів. Унаслідок постійного переливання капіталу ставки на євrorинках встановлюються в межах ставок національних ринків.

Відповідно до функцій у процесі відтворення активи міжнародних фінансових ринків можна поділити на грошові та капітальні.

Тож структура міжнародного фінансового ринку з точки зору призначення активів, якими торгують учасники ринку, складається з грошового ринку та ринку капіталу.

Міжнародний грошовий ринок забезпечує учасників міжнародної економіки засобами міжнародних платежів, які виконують передусім основні грошові функції (засобу платежу та обміну). У його структурі можна виокремити як складові ринок валют і ринок кредитних платіжних засобів. Ринок кредитних платіжних засобів утворює міжнародний ринок грошей у вузькому розумінні. Міжнародний ринок грошей (ИММ — International Money Market) — це ринок короткострокових ресурсів, на якому фінансові посередники зводять між собою кредиторів і позичальників цих короткострокових ресурсів в умовах відсутності урядового контролю.

Ринок капіталу постачає довгострокові капітальні активи та традиційно має два сектори, що різняться умовами надання ресурсів — ринок кредиту та ринок цінних паперів.

Організаційною особливістю міжнародного фінансового ринку є його функціонування в межах системи світових фінансових центрів, які розташовані на територіях окремих країн і в офшорних зонах.

Провідними міжнародними фінансовими центрами є:

- Лондонський;
- Нью-Йоркський;
- Токійський.

Офшорні банківські центри — це особлива категорія міжнародних фінансових центрів, які характеризуються відсутністю регулювання відпливу та припливу коштів, здійсненням виключно міжнародних операцій, наявністю сучасної інфраструктури та висококваліфікованих спеціалістів, сприятливим розташуванням і забезпеченням конфіденційності угод.

Європейські офшорні банківські центри розташовані в Лондоні, Парижі, Швейцарії, Люксембургу, Франкфурті, Брюсселі, Амстердамі, на Норманських островах.

У західній півкулі розташовані офшорні банківські центри в Нью-Йорку, Маямі, Лос-Анджелесі, Сан-Франциско, Торонто, Насау, Панамі, на Кайманових островах, Бермудських островах, Барбадосі, Антигуа, Нідерландських, Антильських островах.

В Азії офшорні банківські центри — Токіо, Сінгапур, Гонконг, Тайпей, Маніла, Вануату, Бахрейн.

Контрольні питання

1. Визначте сутність міжнародних валютно-фінансових відносин.
2. Охарактеризуйте основних суб'єктів міжнародних валютно-фінансових відносин.
3. Охарактеризуйте основні фінансові потоки.
4. Визначте основні складові міжнародного фінансового ринку.
5. Поясніть сутність євrorинку як складової міжнародного фінансового ринку.
6. Поясніть механізм утворення євrorесурсів.
7. Охарактеризуйте загальне середовище здійснення міжнародних фінансових операцій в офшорних зонах.

Література

1. *Доминик Сальваторе*. Международная экономика. — М., 1998.
2. *Боринець С. Я.* Міжнародні фінанси. — К., 2001.
3. *Боришкевич О.* Євrorинок і його основні фінансові інструменти // Вісник НБУ. — 1997. — № 5.
4. *Луцишин З. О.* Міжнародні валютно-фінансові відносини: практична філософія і реалії української економіки. — Тернопіль, 1997.
5. *Міжнародні валютно-кредитні відносини: Підручник* / За ред. А. С. Філіпенка. — К., 1997.
6. *Міжнародні фінанси* / За ред. О. І. Рогача. — К., 2003
7. *Мировые финансы* / Максимо Энг и др. — М., 1998.
8. *Шемет Т. С.* Міжнародні фінанси. — К., 2000.

Розділ 2. Рух міжнародних фінансових ресурсів і статистика платіжного балансу

2.1. Принципи організації статистики міжнародного руху фінансових ресурсів

Платіжний баланс — це статистичний запис усіх економічних операцій між резидентами певної країни та резидентами інших країн протягом певного відтинку часу.

Статистика платіжного балансу є інструментом узагальнюючої оцінки економічного стану країни та ефективності її міжнародних зв'язків. Функціонально платіжний баланс відіграє роль макроекономічної моделі, яка систематично відображає економічні операції, здійснювані між національною економікою та економіками інших країн світу.

Функції платіжного балансу: інформаційна; аналітична; прогностична.

Державні статистичні органи отримують інформацію з різних джерел: митниць, банків, туристичних фірм, державних органів статистики.

Єдина методика складання платіжного балансу розробляється та публікується МВФ. Остання редакція Керівництва з платіжного балансу опублікована в 1993 р. Розробка та складання платіжного балансу є обов'язковою умовою для всіх країн — членів МВФ.

Між резидентами певної країни та резидентами інших країн здійснюються п'ять основних видів економічних операцій:

- 1) обмін товарами або послугами з використанням фінансових інструментів;
- 2) обмін товарами або послугами на бартерній основі;
- 3) обмін одних фінансових інструментів на інші;
- 4) трансферт — передавання товарів або послуг без еквівалентного зворотного руху коштів;
- 5) трансферт фінансових активів без еквівалентного зворотного руху коштів.

Облік операцій ведеться за принципом подвійного запису: кожна операція реєструється двічі — як надходження у кредиті (+) та як платежі в дебеті (-).

Наприклад, підприємство експортувало товарів на 100 грошових одиниць на умовах відстрочення платежу. У платіжному балансі це буде відображено в такий спосіб (табл. 2).

Таблиця 2

Облік операцій за принципом подвійного запису

Показник	Кредит (+)	Дебет (-)	Сальдо
Товари на експорт	+100		+100
Короткостроковий капітал		-100	-100
Баланс	+100	-100	0

2.2. Структура платіжного балансу

Платіжний баланс має два розділи: рахунок поточних операцій і рахунок руху капіталу (табл. 3 і 4).

Таблиця 3

Класифікація операцій, які відбиваються в рахунку руху капіталу за методологією МВФ, і структура платіжного балансу

Складові платіжного балансу	Операції	Дебет	Кредит	Сальдо
Рахунок поточних операцій	А. Товари та послуги			
	Торговий баланс	1. Товари 1.1. Експорт/імпорт товарів 1.2. Товари для подальшої обробки 1.3. Ремонт товарів 1.4. Товари, які купують у портах транспортні організації 1.5. Немонетарне золото		
Баланс невидимих операцій	1. Послуги 1.1. Транспортні 1.1.1. Морський транспорт 1.1.2. Повітряний транспорт 1.1.3. Інші види транспорту 1.2. Подорожі 1.2.1. Бізнесові 1.2.2. Приватні			

Складові платіжного балансу		Операції	Дебет	Кредит	Сальдо	
Рахунок поточних операцій	Баланс невидимих операцій	1.3. Послуги зв'язку 1.4. Будівельні послуги 1.5. Послуги страхування 1.6. Фінансові послуги 2. Інші послуги				
		Б. Доходи				
		1. Оплата праці 2. Доходи від інвестицій 2.1. Доходи від прямих інвестицій 2.1.1. Доходи на участь у капіталі 2.1.2. Доходи за борговими зобов'язаннями 2.2. Доходи від портфельних інвестицій 2.2.1. Доходи на капітал 2.2.2. Доходи за борговими зобов'язаннями 3. Інші інвестиції				
		В. Поточні трансферти				
		1. Сектор державного управління 2. Інші сектори				

Рахунок поточних операцій відбиває рух коштів у вигляді надходжень і платежів, здійснених під час видимої торгівлі (товарна маса фактично перетинає кордон) і невидимих операцій (фрахту, страхових, туристичних, банківських тощо).

Різниця між грошовими надходженнями від експорту товарів і платежами за імпортом визначається як *торговий баланс*.

Баланс послуг і невидимих операцій складають:

- різниця між надходженнями від експорту послуг і платежами за їх імпортом;
- різниця між надходженнями відсотків, дивідендів, прибутків та платежами за цими статтями;
- різниця між односторонніми надходженнями та платежами.

Сума торгового балансу та балансу невидимих операцій дає баланс рахунка поточних операцій (табл. 4).

**Класифікація операцій, які відбиваються в рахунку
поточних операцій за методологією МВФ,
і структура платіжного балансу**

Статті рахунка		Дебет	Кредит	Сальдо
Рахунок руху капіталу	А. Рахунок операцій з капіталом і фінансові операції 1. Капітальні трансферти 1.1. Сектор державного управління 1.2. Інші сектори 2. Купівля/продаж невиробничих нефінансових активів			
	Б. Рахунок операцій з капіталом 1. Прямі інвестиції 1.1. За кордон 1.2. У національну економіку 2. Портфельні інвестиції 2.1. Активи 2.2. Зобов'язання 3. Інші інвестиції 3.1. Активи 3.2. Зобов'язання			
Резервні активи				
	1. Монетарне золото 2. Спеціальні права запозичення (SDR) 3. Резервна позиція в МВФ 4. Іноземна валюта 5. Інші вимоги			

Рахунок руху капіталів відображає надходження в країну іноземних капіталів і їх відплив з країни. Приплив капіталів означає збільшення зобов'язань (пасивів) країни щодо іноземців, відплив — їх зменшення та зростання активів.

Сума припливу та відпливу капіталу в різних його формах — це баланс рахунка руху капіталу.

Зазвичай дані за кредитом і дебетом усіх статей не збігаються. Для збалансування застосовують спеціальну статтю “Статистичні розходження”. Загальна сума балансу поточних операцій, балансу

руху капіталу та статті “Статистичні розходження” дає картину руху коштів між національною і світовою економіками.

Будь-який вплив валюти має бути компенсований урядом з резервів або за рахунок позики фінансових ресурсів в іноземних банків або МВФ.

Збільшення валютних резервів записується в платіжному балансі зі знаком “-”. Резерви зростають, коли надходження перевищують платежі, внаслідок того, що баланс означає рівновагу, у цьому разі збільшення резервів слід записувати знаком “-”. Резерви зменшуються, коли платежі перевищують надходження, і тому зменшення резервів необхідно записувати зі знаком “+”, щоб урівноважити платіжний баланс.

Хоча платіжний баланс загалом урівноважений, окремі його статті не балансуються, як наслідок, утворюється позитивне або негативне сальдо.

Усі статті платіжного балансу розділяють на самостійні (автономні), або статті над ризикою, та балансуєчі, або статті під ризикою.

Існують різні підходи до групування самостійних і балансуєчих статей. Проте до самостійних статей переважно включають операції рахунка поточних операцій та рахунка руху капіталу, які керуються мотивом ведення бізнесу та отримання прибутку, а не станом платіжного балансу. Балансуєчими операціями вважають операції з офіційними резервами, які є результатом міжнародної активності країни та мають урівноважувати результати міжнародних угод.

У разі перевищення надходжень над платежами за самостійними статтями за ними виникає позитивне сальдо, інакше — дефіцит платіжного балансу. Дефіцит платіжного балансу можна визначати як перевищення дебетом кредиту в балансах поточних операцій та руху капіталу або перевищення кредитом дебету в балансі офіційних резервів.

При аналізі статистики платіжного балансу необхідно враховувати два моменти:

- 1) фактор часу;
- 2) стан країни як чистого кредитора чи чистого боржника.

Поточний дефіцит платіжного балансу не породжує проблем, якщо в майбутньому країна очікує значних надходжень. Об’єктом аналізу має бути структура імпорту: якщо значна частка імпорту — товари виробничого призначення, то можна очікувати зростання національного виробництва в експортному секторі та збалансування платіжного балансу в майбутньому.

Контрольні питання

1. Дайте визначення платіжного балансу.
2. Вкажіть функції платіжного балансу.
3. Які типи угод фіксуються у платіжному балансі країни?
4. На якому принципі будується платіжний баланс?
5. Назвіть основні статті платіжного балансу.
6. Дайте визначення дефіциту платіжного балансу.
7. Які операції формують самостійні статті платіжного балансу, а які — балансуючі.

Література

1. *Боринець С. Я.* Міжнародні фінанси. — К., 2001.
2. *Доминик Сальваторе.* Международная экономика. — М., 1998.
3. *Міжнародні валютно-кредитні відносини: Підручник / За ред. А. С. Філіпенка.* — К., 1997.
4. *Міжнародні фінанси / За ред. Н. О. Рогача.* — К., 2003
5. *Мировые финансы / Максимо Энг и др.* — М., 1998.
6. *Шемет Т. С.* Міжнародні фінанси. — К., 2000.

Валютні відносини в системі міжнародних фінансів

Розділ 3. Сучасна валютна система

3.1. Принципи побудови та регулювання сучасної валютної системи

Валютні відносини — сфера грошових відносин, які складаються між суб'єктами міжнародної економіки з приводу передачі купівельної спроможності грошей, виконання платіжних зобов'язань і страхування валютних ризиків.

Валютна система — форма організації та функціонування валютних відносин, яка історично сформувалася внаслідок процесів інтернаціоналізації економічних зв'язків і закріплена нормами національного законодавства та міжнародними угодами.

Основні елементи валютної системи:

- валюта — носій купівельної спроможності;
- спосіб конвертованості валют;
- режим валютного курсу;
- механізми здійснення міжнародних розрахунків;
- режим функціонування валютного ринку;
- організації та система регулювання валютних відносин.

Протягом своєї еволюції міжнародна валютна система зазнала кардинальних змін, які відбивали суттєві зрушення в системі грошових відносин і світового господарства — від золотовалютного стандарту до системи фіксованих валютних курсів, що ґрунтувалися на принципі валютного паритету, та сучасної системи регульованого флотингу валютного курсу.

Носій функцій світових грошей протягом цієї еволюції змінювали функціональні форми: від золотих монет і злитків до сучасних національних і міжнародних розрахункових грошових одиниць.

Основні принципи сучасної міжнародної валютної системи було закладено рішеннями Ямайської конференції 1976 року, які мали такий зміст:

- упроваджувався стандарт СДР на зміну золотодоларовому стандарту;
- країнам світового господарства надавалася можливість, крім СДР, встановлювати паритетні відносини до будь-якої валюти;
- золото демонетизували та скасували золоті паритети валют;
- встановлено режим гнучких валютних курсів замість фіксованих;
- країнам надавалося право вибору будь-якого режиму валютного курсу.

Провідним елементом сучасної валютної системи є система валютного регулювання через упровадження відповідної валютної політики. Регулювання валютних відносин відбувається на міжнародному, регіональному та національному рівнях.

Повноваження з регулювання міжнародних валютних відносин на міжнародному рівні покладено на Міжнародний валютний фонд. Основне своє завдання МВФ визначає як *сприяння розширенню і збалансованому зростанню міжнародної торгівлі та підтримку високого рівня зайнятості і реальних прибутків, надання допомоги в організації багатосторонньої системи розрахунків щодо поточних операцій між державами — членами МВФ.*

Відповідно до статуту МВФ встановлено основні напрями його діяльності:

- регулювання валютних курсів;
- здійснення нагляду за політикою обмінного курсу валют країн-членів;
- здійснення нагляду за станом платіжних балансів країн-членів;
- здійснення нагляду за зовнішніми заборгованостями країн, які розвиваються.

У сфері регулювання валютних курсів МВФ розробляє основні принципи, яких мають дотримуватися країни-члени у своїй курсовій політиці:

- країна-член повинна уникати маніпуляцій валютними курсами з метою отримання конкурентних переваг і поліпшення свого платіжного балансу;
- країна-член повинна вдаватися до валютної інтервенції для протидії значним короткостроковим коливанням своєї валюти;

- у ході інтервенції необхідно враховувати інтереси інших країн-членів.

Контроль за дотриманням країною-членом цих принципів здійснюється за допомогою певних критеріїв, які передбачають втручання МВФ у таких випадках:

- затяжної великомасштабної інтервенції на валютному ринку;
- надмірного рівня офіційних запозичень для фінансування дефіциту платіжного балансу;
- запровадження чи посилення обмежень на торгівлю або рух капіталів;
- зміни валютного курсу, не пов'язаної з фундаментальними соціально-економічними умовами.

Контроль МВФ здійснюється у формі щорічних консультацій з країнами-членами, у ході яких останнім даються рекомендації. Під час підготовки цих рекомендацій апарат МВФ враховує не тільки характер зовнішньоекономічної політики країни-члена, а й її внутрішній економічний стан. Такий контроль дає змогу одразу виявити будь-які проблеми з валютним курсом або платіжним балансом. У цьому питанні роль МВФ є дорадчою. МВФ проводить наради зі своїми членами на регулярній основі (зазвичай раз на рік), де він аналізує їхнє економічне становище, повідомляє їм про наявні або можливі проблеми, які виникатимуть унаслідок їхньої політики й інформує про це всіх своїх членів.

Щоб досягти своїх цілей, МВФ сприяє усуненню валютних обмежень щодо платежів і переказів за поточними міжнародними операціями.

Держава-член, що приймає зобов'язання, передбачені розділами 2(а), 3 і 4 ст. VIII Статей угоди МВФ, зобов'язується не запроваджувати обмеження на проведення платежів і переказів за поточними міжнародними операціями, а також не брати участі в дискримінаційних валютних угодах і не використовувати практику множинних валютних курсів без схвалення МВФ. Проте є можливість скористатися перехідними положеннями згідно зі ст. XIV, які дозволяють країнам-членам зберігати обмеження на міжнародні платежі й перекази за поточними операціями, що діяли на момент вступу до МВФ.

До 1997 р. 138 країн погодилися на повну конвертованість своїх національних валют.

МВФ 8 травня 1997 р. зробив заяву про те, що Україна взяла на себе зобов'язання щодо ст. VIII Статей угоди МВФ.

3.2. Функціональні форми грошових ресурсів

Грошові ресурси, з приводу яких складаються валютні відношення, набувають у сучасних умовах різноманітних функціональних форм:

- грошові одиниці (валюти, євровалюти, резервні валюти, міжнародна розрахункова грошова одиниця СДР);
- платіжні документи (чеки, акредитиви, пластикові картки);
- цінні папери (деPOSITNІ сертифікати, векселі, комерційні папери, ноти).

Євровалюти як складова євроресурсів — це кошти у вигляді депозитів іноземних валют, що використовуються банками-нерезидентами для продажу на регіональних і світових валютних ринках. Поняття “євровалюта” можна застосовувати до будь-яких валют, що надаються нерезидентам іноземними банками.

Євростерлінги, євромарки, швейцарські єврофранки швидко поширилися на світовому валютному ринку тому, що банки, які розташовані поза межами Великобританії, ФРН, Швейцарії, надавали клієнтам ці гроші та послуги на більш привабливих умовах, аніж місцеві банки. Останні опинилися в менш вигідних умовах через жорсткіший контроль щодо їх операцій на національному фінансовому ринку.

Завдяки винятковій гнучкості та ефективності ринків євровалют вони змогли пристосуватися до потреб, пов'язаних як із посиленням інтернаціоналізації виробництва й торгівлі, так і з утрудненням проведення платежів. Хоча долари зберігають пануючу позицію серед євровалют, проте роль американських грошей поступово слабшає, і 1979 р. вони вже не перевищували двох третин загальної суми внесків в інших євровалютах.

СДР (спеціальні права запозичення) — це міжнародні резервні платіжні кошти, призначені для врегулювання сальдо платіжних балансів, поповнення офіційних резервів і розрахунків з МВФ, порівняння вартості національних валют.

Визнаючи, що ефективна участь у системі міжнародної торгівлі і розрахунків потребує наявності достатніх резервів в учасників для виконання їхніх платіжних зобов'язань, МВФ запровадив з 1969 р. активи СДР як міжнародні резервні. МВФ уповноважений створювати кошти шляхом емісії та розподілу СДР між усіма державами-членами пропорційно до їхніх квот. Довгостроковим зав-

данням МВФ відповідно до його Статуту є перетворення СДР на “основний резервний актив міжнародної валютної системи”.

Механізм використання СДР передбачає, що експерти МВФ констатують існування довгострокової глобальної потреби в резервах. Рада керуючих МВФ встановлює терміни та обсяг емісії. СДР розподіляються між членами МВФ для поповнення наявних резервних активів. СДР також використовуються як облікова одиниця або як основа для облікової одиниці іншими міжнародними й регіональними організаціями.

Основні принципи використання СДР такі:

- випуск СДР здійснюється у вигляді записів на рахунках у МВФ країн-членів;
- СДР можуть зберігатися у членів як частина їхніх валютних резервів;
- СДР можуть використовуватися замість національних валют в операціях з іншими членами, а також з МВФ і з 15 призначеними власниками.

Вартість СДР визначається на основі кошика з валют держав-членів, що є найбільшими експортерами товарів і послуг. Склад і питома вага складових валютного кошика СДР періодично переглядається. Це дає змогу відображувати відносне значення цих валют у міжнародній торгівлі й резервах, забезпечувати стабільність СДР.

Для визначення відсоткової ставки щодо СДР використовують такі інструменти: тримісячні казначейські векселі США, ставку за тримісячними міжбанківськими депозитами Німеччини, тримісячні казначейські векселі Франції, тримісячні депозитні сертифікати Японії й тримісячні казначейські векселі Сполученого Королівства.

Переважна частина грошових активів, що їх продають на валютних ринках, має вигляд депозиту в банках: депозити до запитання, строкові депозити, депозити у валютах і депозити в євровалютах.

Строкові депозити у євровалютах — це кошти, вкладені на певний термін під певний відсоток. Ставки за цими депозитами слабко пов’язані з рівнем ставок на національних фінансових ринках.

Функціональною формою міжнародних грошових ресурсів є також короткострокові боргові цінні папери:

- скарбничі векселі — короткострокові цінні папери, які випускають уряди;
- траги (переказні векселі), які виписуються компаніями та є засобом платежу в зовнішній торгівлі;

- комерційні векселі (ноти), які випускаються компаніями в межах програм емісії нових інструментів для погашення раніше випущених;
- євродепозитні сертифікати — це боргові цінні папери, що видаються банком, за якими інвестору сплачується відсоток. Відомо кілька різновидів таких інструментів, що різняться умовами інвестування в ці інструменти.

Грошові ресурси обертаються у двох секторах світового фінансового ринку: валютному ринку та міжнародному грошовому ринку.

Контрольні питання

1. Охарактеризуйте основні елементи валютної системи.
2. Визначте основні риси сучасної валютної системи.
3. Поясніть роль МВФ у регулюванні системи валютних відносин на міжнародному рівні.
4. Охарактеризуйте основні функціональні форми грошових ресурсів.

Література

1. *Боринець С. Я.* Міжнародні фінанси. — К., 2001.
2. *Луцишин З. О.* Міжнародні валютно-фінансові відносини: практична філософія і реалії української економіки. — Тернопіль, 1997.
3. *Міжнародні валютно-кредитні відносини: Підручник / За ред. А. С. Філіпенка.* — К., 1997.
4. *Міжнародні фінанси / За ред. Н. О. Рогача.* — К., 2003
5. *Шемет Т. С.* Міжнародні фінанси. — К., 2000.
6. *Ющенко В. А., Міщенко В. І.* Валютне регулювання. — К., 1998.

Розділ 4. Валютний ринок як складова міжнародного фінансового ринку

4.1. Структура та функції валютного ринку

Валютний ринок є сегментом світового фінансового ринку, на якому здійснюється обмін грошовими активами та визначення їх ціни. Він тісно пов'язаний з іншими його сегментами. На валютному ринку виконується широке коло операцій, пов'язаних із зовнішньоторговельними розрахунками, міграцією капіталу, туризмом, а також із страхуванням валютних ризиків і проведенням інтервенційних заходів центральними банками.

Основні функції валютного ринку:

- передача купівельної спроможності грошей;
- формування валютного курсу;
- страхування валютного ризику;
- забезпечення руху спекулятивного капіталу;
- забезпечення валютного регулювання.

Ядро світового фінансового ринку утворюють операції суб'єктів господарювання тих держав, у яких відсутні валютні обмеження або вони незначні. Як сегмент фінансового ринку світовий валютний ринок (FOREX) охоплює окремі ринки, локалізовані в різних регіонах світу, центрах міжнародної торгівлі та валютно-фінансових операцій. Тому *за сферою поширення* у структурі валютного ринку виокремлюють національні (внутрішні) валютні ринки, регіональні валютні ринки та світовий валютний ринок.

Національний валютний ринок функціонує в окремій країні та регулюється національним валютним законодавством.

Регіональні валютні ринки, як правило, оперують регіональними валютами та мають своїми центрами міжбанківські валютні біржі.

Під *світовим валютним ринком* розуміють сукупність тісно пов'язаних між собою системою кабельних і супутникових комунікацій регіональних валютних ринків. Між ними відбувається переливання коштів залежно від поточної інформації та прогнозів головних учасників ринку щодо можливого стану окремих валют. Світовий валютний ринок працює цілодобово, тому що окремі регіональні валютні ринки розташовані в різних часових поясах.

Найбільшими регіональними валютними ринками є Європейський (центри торгівлі валютою розташовані в Лондоні, Франкфурті-

на-Майні, Парижі, Цюріху), Американський (Нью-Йорк, Чикаго, Лос-Анджелес, Монреаль) та Азійський (Токіо, Гонконг, Сінгапур, Бахрейн).

З точки зору суб'єктів, валютний ринок — це особливий інституціональний механізм, що опосередковує відносини щодо купівлі-продажу іноземної валюти між банками, брокерами та їхніми клієнтами (як корпоративними, так і урядовими) і фізичними особами.

Основні категорії суб'єктів валютного ринку — продавці валюти, покупці та фінансові посередники.

Комерційні банки здійснюють основний обсяг валютних операцій на FOREX. У банках тримають рахунки інші учасники ринку та здійснюють з ними необхідні конверсійні операції. Банки акумулюють через операції з клієнтами сукупні потреби ринку у валютних конверсіях, а також у залученні та розміщенні коштів і виходять з ними на інші банки. Поряд з виконанням заявок клієнтів банки здійснюють на ринку конверсійні операції власним коштом. Переважна частка в операціях із валютою належить потужним транснаціональним банкам, які широко застосовують сучасні засоби телекомунікації. Саме тому валютні ринки за своєю технологією є системою електронних, телефонних та інших контактів між банками, пов'язаних із здійсненням операцій в іноземній валюті.

Валютні біржі виступають центрами торгівлі валютою й функціонують цілодобово. Провідними біржами світу є Лондонська, Нью-Йоркська і Токійська валютні біржі. Провідним світовим центром торгівлі валютними деривативами є Чиказька комерційна біржа (CME). У країнах, у яких фондові ринки розширюються, валютні біржі активно використовуються урядом з метою активного регулювання обмінного курсу. Використовуючи компактність біржового валютного ринку, центральний банк здійснює ефективний контроль за станом валютного ринку.

Центральні банки країн керують національними валютними резервами, валютними інтервенціями з метою регулювання обмінного курсу національної грошової одиниці, регулюють рівень відсоткової ставки. Найбільший вплив на світовий валютний ринок здійснюють ФРС США, Європейський центральний банк і Банк Англії.

Фірми — суб'єкти зовнішньоекономічної діяльності, передусім торговельної, формують попит і пропозицію на валюту та здійснюють конверсійні й депозитні операції на ринку через посередництво банків. Зазначимо, що активну діяльність здійснюють потужні

ТНК, які створюють філії, спільні підприємства, управляють активами.

Інвестиційні фонди (міжнародні інвестиційні, пенсійні, взаємні фонди, страхові компанії та трасти) здійснюють диверсифікацію управління портфелем активів, розміщують кошти в державні цінні папери та корпоративні цінні папери різних країн.

Брокерські фірми відіграють роль фінансових посередників на ринку між покупцями та продавцями іноземної валюти, здійснюючи конверсійні операції. Брокерська фірма, яка володіє інформацією про обсяги попиту та пропозиції, формує рівень обмінного курсу, на основі якого формується курс угод.

Приватні особи здійснюють широкий спектр неторговельних операцій пов'язаних із зарубіжним туризмом, переказом заробітної плати, пенсій, гонорарів та продажу іноземної валюти. Значна частка приватних осіб здійснює валютні операції із спекулятивними цілями.

За суб'єктами структуру валютного ринку складають: міжбанківський валютний ринок (прямий та брокерський); клієнтський валютний ринок; біржовий валютний ринок.

Регулювання фінансового ринку передбачає три організаційних рівні: національний рівень валютного регулювання, регіональний та міжнародний.

У деяких країнах національне валютне регулювання обмежується виданням регламентуючих правил, що мають на меті стимулювати конкуренцію і заборонити її обмеження (міжбанківський фінансовий ринок). В інших випадках регулювання ринків передбачає детальну організацію його функціонування (валютні біржі). Нарешті, можливі ситуації, коли регулювання фінансового ринку передбачає втручання держави, а саме функціонування ринку обмежується суворо визначеними межами або відбувається під жорстким державним контролем (у цьому зв'язку варто згадати введення регламентації діяльності валютного ринку, ринку капіталів і пряме втручання в їх функціонування).

На відміну від валютного ринку, **міжнародний грошовий ринок** не пов'язаний із національним валютним ринком і є міжнародним ринком.

Основна відмінність міжнародного грошового та валютного ринків з точки зору інструментів полягає в тому, що основним інструментом на ринку євровалюти є строкові депозити, на які нараховують-

ся відсотки, а на валютному — депозити до запитання, на які відсотки не нараховуються.

Євровалютний грошовий ринок оперує коштами близько 3,9 млрд дол. і охоплює 55 % обсягу кредитних операцій, розвиток якого стимулюється активізацією банків на ринку цінних паперів, арбітражною активністю банків.

Термін “грошовий ринок” (*money market*) використовують передусім для визначення ринку боргових інструментів із строком погашення менше одного року (*money market instruments*). Грошовий ринок є важливим компонентом сучасного міжнародного фінансового ринку через спрощеність процедур емісії інструментів грошового ринку, їх високою ліквідністю внаслідок значних обсягів вторинної торгівлі та порівняно низькими відсотковими ставками (табл. 5).

Таблиця 5

Чистий випуск міжнародних боргових цінних паперів*,
млрд дол. США

Вид інструменту	1994 р.	1995 р.	1996 р.	1997 р.	1998 р.	1999 р.	2000 р.	2001 р.	2002 р.
Інструменти грошового ринку**	4,5	8,7	39,9	14,8	10,2	66,4	52,1	78,9	2,3
Облігації і ноти	247,3	241,9	492,0	548,4	671,2	152,7	1091,3	1425,8	1008,2
Разом	251,8	260,6	532,0	563,2	681,4	1219,1	1243,4	1346,9	1010,5

* Джерело: Bank for International Settlements. Quaterly Review. International Banking and Financial Market Development. // www.bis.org

** За винятком нот, що випущені нерезидентами на внутрішніх ринках.

Інструменти грошового ринку досить різноманітні, класифікувати їх можна за такими видами:

- комерційні папери (Commercial Paper);
- банківські акцепти (Bankers Acceptance, BAs);
- депозитні сертифікати (Certificate of Deposit, CDs);

- міжбанківські кредити типу “овернайт” (у США – Federal Funds або Fed Funds);
- угоди Репо, тобто угоди про продаж цінних паперів із наступним викупом за застереженою ціною (Repurchase Agreement, Repos);
- короткострокові державні папери – казначейські вексели (Treasury Bills), короткострокові муніципальні цінні папери тощо.

Завдяки універсальності та зручності таких інструментів, як комерційні папери, їх обсяг випуску характеризується більшою стабільністю порівняно з іншими видами інструментів грошового ринку (у 2000 р. цей обсяг становив близько 40 % ринку).

Основними перевагами інструментів грошового ринку є:

- дешевизна в обслуговуванні ресурсів, що залучаються (відсоткові ставки за цими паперами нижчі від ставок за довгостроковими фінансовими інструментами);
- багатоваріантність конкретних інструментів, що дає змогу дібрати вид паперів відповідно до можливостей позичальника.

Інструменти грошового ринку на міжнародному рівні можуть формуватися у вигляді внутрішнього випуску, тобто на внутрішньому ринку країни в національній валюті резидентами цієї країни, зарубіжного випуску, тобто нерезидентом на ринку іншої країни у валюті цієї країни, та євровипуску, тобто за межами країни емітента у валюті, що визначається позичальником (при цьому валюта випуску не є місцевою для більшості інвесторів, які придбають ці папери).

Інструменти грошового ринку, зважаючи на їх короткостроковий характер, переважно використовують як спекулятивні активи або як інструменти задля підвищення ліквідності відповідно до вимог регулятивних органів. Тому серед емітентів інструментів грошового ринку найбільшими є фінансові інститути. Далі за обсягом випуску йдуть корпоративні емітенти, причому значна частина їх випуску припадає на комерційні папери (табл. 6).

**Розподіл чистого випуску інструментів грошового ринку
за видами емітентів*, млрд дол. США**

Емітент	Комерційні папери					Інші інструменти				
	1998 р.	1999 р.	2000 р.	2001 р.	2002 р.	1998 р.	1999 р.	2000 р.	2001 р.	2002 р.
Фінансові інститути	15,3	37,1	41	21,5	30,9	-4,9	23	61,5	-88,7	-14,8
Уряди та державні установи	-1,8	-5,2	2,1	5,4	-2,8	-6,3	0,7	12,1	-0,5	-0,3
Міжнародні інституції	0,5	1,5	1	-1,1	0,4	-0,9	-	0,2	-0,5	-0,5
Корпоративні емітенти	8,2	11	11,2	1	-4,8	од	-1,6	23,2	-16,1	-5,8
Разом	22,2	44,4	55,3	26,8	23,7	-12	22,1	97	-05,8	-21,4

* Джерело: Bank for International Settlements. Quaterly Review. International Banking and Financial Market Development. // www.bis.org

Як і у випадку з облігаціями, основними валютами, в яких номіновані міжнародні інструменти грошового ринку, є долар США та євро (до введення євровалюти країн зони євро). Водночас спостерігається тенденція збільшення частки євро як валюти випуску, а отже, втрата своєї ваги долларом США.

Ключовими індикаторами грошового ринку, що характеризують дохідність його інструментів, є стандартні ставки пропозицій що міжбанківського кредитування (наприклад, LIBOR у Великобританії чи Fed Funds rate, Prime Rate у США).

Взаємозалежність термінів кредитування та відсоткових ставок зумовлює низьку дохідність у цілому інструментів грошового ринку внаслідок короткостроковості та високої ліквідності порівняно з акціями чи довгостроковими борговими інструментами.

Незважаючи на те, що поштовхом до виникнення євровалютного ринку були певні антиліберальні заходи з боку деяких національних урядів, основою подальшого стрімкого розвитку як євrorинку, так і інших сегментів міжнародної фінансової системи та відповід-

ного інструментарію є інтенсивна лібералізація фінансових ринків як на національному, так і на міжнародному рівні (у вигляді скасування оподаткування нерезидентів та усунення інших фіскальних чи регуляторних перешкод).

Динамічною складовою світового ринку валют є ринок євровалют. Основним завданням євrorинку можна вважати ресурсне та інструментальне забезпечення міжнародного ринку капіталів, зокрема позичкового ринку. Таке завдання зумовило розвиток різноманітних форм єврокредитів та інших євроінструментів, які характеризуються надзвичайною гнучкістю у визначенні розміру та форми виплати доходу.

Євроринок почав розвиватися після виникнення ринку євродоларів. Ринок євродоларів сформувався наприкінці 40-х — на початку 50-х років XX сторіччя. Першим кроком до його утворення стало блокування урядом США частини доларових активів Китаю в американських банках після китайської революції 1949 р. У відповідь на це Китай перевів доларові рахунки в радянський банк у Парижі — *Banque Commerciale pour Europe du Nord*. З огляду на телеграфну адресу зазначеного банку — *Eurobank* — виникло визначення євробанкінгу, євrorинку та євродоларів, тобто доларів, що зберігаються в банківських установах за межами США (переважно в Європі).

Подальшого розвитку ринок євровалют набув із розгортанням холодної війни, коли доларові авуари колишнього СРСР розміщувалися, зокрема, у Московському народному банку в Лондоні і тому не підлягали правилам валютного регулювання згідно із законодавством США та Великобританії. На початковому етапі розвитку цього ринку сприяли особливості фінансового регулювання у США, зокрема запроваджений 1963 р. податок, що зрівнював відсоткові ставки процента (*Interest Equalization Tax* — *IET*). Цим податком у розмірі 15 % обкладалися американські резиденти, які купували іноземні цінні папери. Також у США було запроваджено так зване “Правило Q”, яке забороняло виплату або обмежувало розмір доходу за банківськими вкладами до запитання, однак воно не поширювалося на іноземні філії американських банків. Іншими причинами започаткування та розвитку євrorинку можна вважати обмеження щодо валютно-обмінних операцій, що були запроваджені 1957 р., і вищу банківську ставку у Великобританії порівняно з відсотковими ставками в США.

З огляду на зазначені причини американські інвестори були зацікавлені вкладати активи в іноземні банки. Як наслідок, міжнародні позики перемістилися на європейські ринки та з'явився стабільний попит на кредитні євроінструменти.

Розвитку операцій з євровалютами сприяло також зростання цін на нафту та надлишок капіталу, переважно в доларах США, що сформувався внаслідок цього у країнах — експортерах нафти.

У подальшому поняття євродоларового ринку розширилось; нині воно означає будь-які операції з національною валютою за межами країни-емітента. Іноді використовується визначення “ринку азійських доларів” (*Asian-dollar market*), тобто операцій із доларовими активами в банках Азії.

Варто зазначити швидке зростання розмірів євровалютного ринку. Так, обсяг операцій в євровалютах становив 20 млрд дол. у 1964 р., протягом 70-х років він зріс більше як у 10 разів; на початок 2003 р. цей обсяг становив приблизно 7503,4 млрд дол.

4.3. Валютний ринок України: еволюція та сучасний стан

Валютний ринок України формувался разом з процесами розбудови Української держави та реформуванням її економіки. За часів перебування у складі СРСР в Україні існувала державна монополія на зовнішньоекономічну діяльність і державна валютна монополія. Функції валютного регулювання щодо формування валютних фондів та їх використання виконували державні органи — Держплан, Держбанк, Мінфін.

Система валютної політики в Україні формувалася у складних і суперечливих соціально-економічних умовах, про що свідчить аналіз основних її етапів.

Перехідний етап розвитку валютного ринку в Україні можна поділити на кілька періодів:

- попередній — з прийняття Декларації про державний суверенітет України до виходу України із “зони рубля”;
- запровадження власної грошової одиниці та прийняття національного валютного законодавства;
- спроба відновити державну валютну монополію;

- лібералізація валютного ринку та відносна стабілізація валютного курсу карбованця, який завершився запровадженням національної валюти – гривні.

На першому етапі формування власної валютної системи, який розпочався із здобуттям незалежності та тривав протягом 1991–1992 років, національна економіка зазнала руйнівних інфляційних процесів. Хронічно розбалансована грошова система фактично перебувала у “зоні рубля”: курс відносно інших іноземних валют визначався через крос-курс до російського рубля, який відіграв роль ключової резервної валюти.

Основні чинники, що зумовили такі особливості валютної політики на цьому етапі, пов’язані з інерцією соціально-економічної системи (збереження значної частки державної власності, відсутність ґрунтовних реформ, низька кваліфікація спеціалістів) і незрілістю фінансового ринку (відсутність інфраструктури). Ознакою валютного ринку на перехідному етапі була відсутність національної системи валютного регулювання, передусім системи валютних обмежень і системи контролю за проведенням валютних операцій. Загалом перехідний етап у розвитку валютного ринку характеризувався такими явищами:

- організаційною слабкістю банківської системи;
- обмеженістю державних валютних резервів;
- кризою неплатежів у безготівковому обігу з країнами СНД;
- ефектом валютного заміщення;
- дефіцитом платіжного балансу.

Новий етап розпочався в листопаді 1992 р., коли згідно з Указом Президента України український карбованець стає єдиним законним засобом платежу на території країни і встановлюється офіційний курс карбованця 1,45 укр. крб. за 1 російський руб. У цьому самому році розпочалося формування валютних резервів та розробка механізмів підтримки валютного курсу. При НБУ створюється валютна біржа, засновниками якої стали понад 40 комерційних банків.

Порядок формування валютних фондів передбачав, що суб’єкти підприємницької діяльності, розташовані в Україні, незалежно від місця реєстрації та форм власності, сплачуватимуть податок на валютну виручку від експорту продукції (робіт, послуг) за всіма видами іноземної валюти.

Уведення податку на валютну виручку супроводжувалося певними додатковими умовами.

Наступний етап розпочався у 1993 р. із прийняттям низки декретів Кабінету Міністрів щодо валютного регулювання в Україні, тобто було створено юридичне підґрунтя для подальшого розвитку валютного ринку та його регулювання.

Водночас інфляційні процеси в економіці України внаслідок неконтрольованої кредитної емісії, подальший спад виробництва, зростання цін на енергоносії, відсутність як зовнішньої, так і внутрішньої рівноваги грошового обігу, проблеми, пов'язані з використанням “тимчасової” валюти — карбованця, призвели до різкого падіння курсу карбованця відносно іноземних валют.

Як наслідок, урядова політика (12 серпня 1993 р. — серпень 1994 р.) набула характеру адміністративного регулювання зовнішньоекономічних і валютних відносин. Вона передбачала:

- уведення режиму так званих спецекекспортерів;
- упровадження фіксованого валютного курсу на рівні 5970 крб. за 1 дол. США (пізніше — 12610 крб. за 1 дол. США);
- різке зменшення обсягів операцій на валютній біржі, а згодом адміністративне припинення її діяльності;
- упровадження так званого аукціонного продажу іноземної валюти за адміністративно встановленим курсом до іноземних валют через “гендерний комітет”;
- зменшення з 90 до 30 днів терміну повернення у країну валютної виручки експортерів та збільшення від 0,3 % до 1 % пені за кожний день прострочення цього терміну.

Унаслідок зазначених заходів зменшувався експорт з України та стимулювався імпорт, що призвело до скорочення валютних надходжень у країну й одночасно різкого зростання попиту на іноземну валюту.

Процес лібералізації валютного ринку був започаткований Указом Президента України від 22 серпня 1994 р. “Про вдосконалення валютного регулювання”. У цей період було вжито заходів щодо лібералізації валютного ринку в Україні: передбачалося з 1 жовтня 1994 р. відновити роботу Валютної біржі НБУ, розробити систему заходів для зближення та уніфікації офіційного та ринкового курсів, встановлення валютного курсу карбованця за результатами торгів на валютній біржі. Ці заходи були спрямовані на децентралізацію

валютного ринку, стабілізацію курсу карбованця, створення передумов для проведення грошової реформи.

Удосконалення системи заходів щодо валютного регулювання (кінець 1994 – серпень 1996 р.) сприяло формуванню позитивних тенденцій, які визначилися на валютному ринку України:

- зросла роль Української міжбанківської валютної біржі як центру проведення валютних операцій;
- активізувалися валютні операції не лише на біржовому, а й на позабіржовому валютному ринку;
- змінилося співвідношення попиту і пропозиції іноземних валют на користь останньої та стабілізувався курс українського карбованця відносно ключових іноземних валют;
- НБУ створив значні валютні резерви в іноземній валюті;
- було розроблено систему заходів, що вплинули на переведення коштів з валютного та кредитного ринків на ринок державних цінних паперів. Так, за даними НБУ, підписка на ОВДП тільки нерезидентами досягла 300–370 млн грн.

Ці фактори водночас з повним контролем НБУ над фінансовою ситуацією в країні, з різким зниженням темпів інфляції створювали сприятливі передумови для проведення грошової реформи в Україні, яка й була здійснена у вересні 1996 р.

Проте у 1998 р. валютна система України зазнала негативного впливу спекулятивного капіталу, приплив якого був зумовлений суперечностями грошово-кредитної політики та інтегруванням у світовий фінансовий ринок. Боргова експансія уряду на умовах низького ризику та значно вищих за світовий рівень відсоткових ставок призвела до припливу спекулятивного капіталу на національний ринок державних позичок. Інтенсивна пропозиція Облігації валютної державної позики (ОВДП) на ринку сприяла зростанню рівня відсоткових ставок і залученню капіталу нерезидентів. Стабільність валютного курсу, яка зумовлювала високу дохідність ОВДП, стала ще одним фактором залучення іноземного капіталу. На цьому етапі підтримання стабільності валютного курсу значною мірою було зумовлено цілями грошової реформи. Оголошення трохи похилого до низу валютного коридору зобов'язувало НБУ підтримувати стабільність номінального валютного курсу. Через ці суперечливі фактори приплив іноземного капіталу на ринок ОВДП спричинював надмірну ревальвацію курсу гривні.

Підтримання стабільного валютного курсу в умовах відпливу іноземного капіталу об'єктивно зумовила перехід до рестрикційної монетарної політики та до посилення валютних обмежень. Дії, спрямовані на підтримання стабільного валютного курсу, спиралися на використання резервів НБУ (їх обсяг скоротився вдвічі порівняно з попереднім періодом) і зниження валютного коридору з одночасним його розширенням.

З 2003 р. розпочався новий етап розвитку системи валютного регулювання в Україні, пов'язаний з необхідністю системних коректувань в умовах прискорення темпів економічного зростання.

Основними учасниками валютного ринку в Україні є:

- Національний банк України;
- уповноважені комерційні банки;
- кредитно-фінансові установи, які отримали ліцензію НБУ на право проведення валютних операцій;
- юридичні особи, які уклали агентські угоди на відкриття пунктів обміну іноземних валют;
- кредитно-фінансові установи-нерезиденти, які отримали індивідуальні ліцензії НБУ на право проведення операцій на валютному ринку України.

Банківські операції з іноземною валютою в країні здійснюються уповноваженими банками, тобто комерційними банками, які мають ліцензію Національного банку України на проведення операцій з іноземною валютою.

До валютних операцій належать операції, пов'язані:

- з переходом права власності на валютні цінності, за винятком операцій, що здійснюються між резидентами у валюті України;
- з використанням валютних цінностей у міжнародному обігу як засобів платежу, з передаванням заборгованостей та інших зобов'язань, предметом яких є валютні цінності;
- з ввезенням, переказом і пересиланням на територію України та вивезенням, переказом і пересиланням за її межі валютних цінностей.

Валютними цінностями на території України вважаються:

- валюта України, під якою розуміють грошові знаки у вигляді банкнот, казначейських білетів, монет та в інших формах, що перебувають в обігу і є законним платіжним засобом на тери-

торії України, а також вилучені з обігу або такі, що вилучаються з нього, але підлягають обміну на грошові знаки, які перебувають в обігу, кошти на рахунках, у вклад у банківських та інших кредитно-фінансових установах на території України;

- платіжні документи та інші цінні папери (акції, облігації, купони до них, бони, векселі (тратти), боргові розписки, акредитиви, чеки, банківські накази, депозитні сертифікати, ощадні книжки, інші банківські документи), виражені у валюті України;
- іноземна валюта — іноземні грошові знаки у вигляді банкнот, казначейських білетів, монет, що перебувають в обігу та є законним платіжним засобом на території відповідної іноземної держави, а також вилучені з обігу або такі, що не підлягають обміну на грошові знаки, які перебувають в обігу, кошти у грошових одиницях, що перебувають на рахунках або вносяться до банківських та інших кредитно-фінансових установ за межами України;
- платіжні документи та інші цінні папери (акції, облігації, купони до них, векселі (тратти), боргові розписки, акредитиви, чеки, банківські накази, депозитні сертифікати, інші фінансові та банківські документи), виражені в іноземній валюті або монетарних металах;
- монетарні метали: золото і метали іридієво-платинових груп у будь-якому вигляді та стані, за винятком ювелірних, промислових і побутових виробів з цих металів і брухту цих металів.

Суб'єктами валютних відносин у національному законодавстві є дві основні групи учасників — резиденти та нерезиденти. До резидентів належать:

- фізичні особи (громадяни України, іноземні громадяни, особи без громадянства), які мають постійне місце проживання на території України, у тому числі ті, які тимчасово перебувають за кордоном;
- юридичні особи, суб'єкти підприємницької діяльності, що не мають статусу юридичної особи (філії, представництва тощо), з місцезнаходженням на території України, які здійснюють свою діяльність на підставі законів України;

- дипломатичні, консульські, торговельні та інші офіційні представництва України за кордоном, які користуються імунітетом і дипломатичними привілеями, а також філії та представництва підприємств та організацій за кордоном, що не здійснюють підприємницької діяльності.

Нерезидентами вважаються:

- фізичні особи (іноземні громадяни, громадяни України, особи без громадянства), які мають постійне місце проживання за межами України, у тому числі ті, які тимчасово перебувають на території України;
- юридичні особи, суб'єкти підприємницької діяльності, які не мають статусу юридичної особи (філії, представництва тощо), з місцезнаходженням за межами України, які створені й діють відповідно до законодавства іноземної держави, у тому числі юридичні особи та інші суб'єкти підприємницької діяльності з участю юридичних осіб та інших суб'єктів підприємницької діяльності України;
- розташовані на території України іноземні дипломатичні, консульські, торговельні та інші офіційні представництва, міжнародні організації та їхні філії, що користуються імунітетом і дипломатичними привілеями, а також представництва інших організацій і фірм, які не здійснюють підприємницької діяльності на підставі законів України.

Згідно із законодавством України резиденти і нерезиденти мають право бути власниками валютних цінностей, що знаходяться на території України, крім випадків, передбачених законодавчими актами України, та здійснювати з ними валютні операції. Проведення валютних операцій регламентується Декретом Кабінету Міністрів “Про систему валютного регулювання та валютного контролю” та іншими нормативними актами.

Операції з безготівковою валютою передбачають використання різноманітних видів валютних рахунків. Порядок відкриття та ведення валютних рахунків в Україні визначає Національний банк України. Для відкриття рахунка юридичні особи надають банку такі документи:

- копію свідоцтва про реєстрацію та копії реєстраційних документів, засвідчені нотаріально;
- заяву встановленого зразка;

- нотаріально засвідчені картки зі зразками підписів осіб, уповноважених проводити розрахункові операції, та відбитком печатки (для юридичних осіб).

Банк оформляє відкриття рахунка клієнта на підставі договору про розрахунково-касове обслуговування за валютними рахунками. Банківські рахунки в іноземній валюті поділяються на розрахункові, субрахункові, позичкові та депозитні (за вкладками).

Розрахункові рахунки призначені для проведення розрахунків у безготівковій та готівковій формах, для проведення поточних торговельних та неторговельних операцій, які визначаються законодавством з питань валютного регулювання та нормативними актами НБУ.

Особливістю валютного регулювання в Україні є організація процесу обігу валютних коштів юридичних осіб — резидентів України з використанням двох паралельних валютних рахунків: розподільчого та поточного. Одночасно з відкриттям розрахункового рахунка в іноземній валюті юридичним особам — резидентам відкривається розподільчий рахунок. Усі надходження в іноземній валюті на користь резидентів, включаючи виручку від реалізації товарів, робіт, послуг за іноземну валюту, на території України підлягають попередньому зарахуванню на розподільчі рахунки цих резидентів в уповноваженому банку.

На розподільчий (блокований або транзитний) валютний рахунок зараховується сума валютних надходжень від продажу товарів і послуг за іноземну валюту, незалежно від джерел її походження. Зазначена сума підлягає обов'язковому та повному зарахуванню на спеціальні розподільчі рахунки, які відкриваються та ведуться стосовно кожного з клієнтів у комерційних банках України, що мають ліцензію НБУ.

На поточний валютний рахунок (або валютний рахунок у країні) зараховується решта валютних коштів, яка залишається в розпорядженні підприємства, організації, установи після обов'язкового продажу частини надходжень в іноземній валюті

Чинним законодавством передбачаються випадки, коли надходження на користь резидентів України не зараховуються на розподільчий рахунок і не підлягають обов'язковому продажу уповноваженим банкам.

Субрахункові рахунки в іноземній валюті відкриваються для філіалів або інших відокремлених підрозділів підприємств, які ма-

ють право на використання іноземної валюти (за згодою власника рахунка — головного підприємства), відповідно до чинного валютного законодавства.

На субрахунковий рахунок можуть бути зараховані валютні кошти за реалізовані товари та послуги (відповідно до нормативних актів НБУ), перераховані головним підприємством або придбані на міжбанківському валютному ринку. Виручка за реалізовані товари та послуги після зарахування на субрахунковий рахунок підлягає перерахуванню на основний рахунок у повному обсязі. Кошти, перераховані головним підприємством або придбані на міжбанківському валютному ринку, можуть витратитися філіалами або іншими відокремленими підрозділами (згідно із затвердженими кошторисами) на оплату службових відряджень за кордон, забезпечення експлуатації власних транспортних засобів за кордоном, на оплату праці нерезидентів в іноземній валюті, а також на придбання обладнання для власних потреб згідно з контрактами з нерезидентами.

Позичкові рахунки в іноземній валюті відкриваються уповноваженими банками на договірних засадах юридичним особам (резидентам і нерезидентам), а також представництвом юридичних осіб-нерезидентів. Позичкові рахунки призначені для обліку позик, які надані шляхом сплати розрахункових документів або перерахуванням на розрахунковий рахунок позичальника відповідно до умов кредитної угоди.

Депозитні (за внесками) рахунки в іноземній валюті відкриваються фізичним та юридичним особам (резидентам і нерезидентам), а також представництвом юридичних осіб (нерезидентів) на підставі депозитного договору між власником рахунка і банком на визначений у договорі термін. Кошти на депозитний рахунок юридичної особи — нерезидента перераховуються з розрахункового рахунка в іноземній валюті власників коштів, а після закінчення терміну їх зберігання повертаються на цей самий розрахунковий рахунок.

Кошти на депозитний рахунок юридичної особи нерезидента перераховуються через кореспондентський рахунок уповноваженого банку України з рахунка нерезидента, відкритого ним в іноземному банку. Після закінчення терміну їх зберігання кошти повертаються на зазначений нерезидентом рахунок в іноземному банку. Аналогічний порядок діє щодо відсотків за депозитними вкладами.

Виконання розрахункових операцій та видача готівки з депозитних рахунків юридичних осіб забороняється.

Основним видом **валютних обмежень**, що використовується в Україні для забезпечення стабільності валютного ринку, є обов'язковий продаж валютної виручки на національному валютному ринку. Декретом Кабінету Міністрів України "Про систему валютного регулювання і валютного контролю" від 19 лютого 1993 р. № 15–93 встановлено, що надходження в іноземній валюті на користь резидентів підлягають обов'язковому продажу через уповноважені банки на міжбанківському ринку України протягом п'яти банківських днів з моменту зарахування таких надходжень на кореспондентські рахунки уповноважених банків. Сьогодні обов'язковому продажу через уповноважені банки на міжбанківському валютному ринку України підлягають 50 % надходжень в іноземній валюті на користь резидентів. Решта коштів у валюті залишається в розпорядженні резидентів і використовується ними відповідно до правил валютного регулювання.

Нормами валютного регулювання в Україні передбачається низка випадків, коли резиденти звільняються від обов'язкового продажу надходжень в іноземній валюті. Так, обов'язковому продажу не підлягають:

- кошти в конвертованій валюті, придбані на міжбанківському валютному ринку України, через уповноважені банки протягом терміну, встановленого валютним законодавством для розрахунків з нерезидентами;
- кошти в іноземній валюті, одержані фізичними особами резидентами, включаючи оплату праці, за винятком коштів, одержаних від підприємницької діяльності;
- кошти в іноземній валюті, що належать дипломатичним, консульським, торговельним та іншим офіційним представництвам України, які користуються імунітетом і дипломатичними привілеями, а також філіям та представництвам за кордоном, що не здійснюють підприємницької діяльності;
- кошти в іноземній валюті, що належать уповноваженим банкам та іншим кредитно-фінансовим установам, які мають ліцензію НБУ на право здійснення валютних операцій, у тому числі придбані від свого імені і за свій рахунок у фізичних осіб резидентів і нерезидентів з урахуванням правил ведення касових операцій, що встановлюються НБУ;

- кошти в міжнародних розрахункових (клірингових) одиницях, які використовуються в торговельному обороті з іноземними державами, а також кошти в конвертованій іноземній валюті, які використовуються в неторговельному обороті з іноземними державами на підставі положень міжнародних договорів України;
- кошти в іноземній валюті, одержані від приватизації державного майна.

Водночас, крім зазначених випадків, тимчасово не підлягають обов'язковому продажу суми виручки в іноземній валюті, які:

- надійшли на рахунки резидентів-посередників від продажу продукції (робіт, послуг) і підлягають перерахуванню резидентам і нерезидентам — суб'єктам підприємницької діяльності, за дорученням яких на підставі комісії, доручення, консигнації або агентські угоди було здійснено продаж;
- повністю спрямовуються резидентами на погашення заборгованості в іноземній валюті за кредитами, отриманими резидентами на підставі індивідуальної ліцензії НБУ або гарантованими Урядом України чи НБУ;
- перераховуються на територію України з метою їх внесення до статутних фондів підприємств з іноземними інвестиціями;
- надійшли на користь підприємств з іноземними інвестиціями за експорт продукції (робіт, послуг) власного виробництва.

Як валютні обмеження, у практиці валютного регулювання в Україні використовуються вимоги щодо термінів здійснення платежів у валюті та надходження імпорту в країну. Під час укладання контрактів на імпорт продукції в Україну резидент має використовувати форми розрахунків з нерезидентами, передбачені чинним законодавством, з урахуванням валютних обмежень, встановлених Національним банком України на момент здійснення розрахунків. Імпортні операції резидентів, які здійснюються на умовах відстрочення поставки в разі, коли таке відстрочення перевищує 90 календарних днів з моменту здійснення авансового платежу або виставлення векселя на користь постачальника продукції (робіт, послуг), що імпортується, потребують *індивідуального дозволу* регіонального управління Національного банку України за місцем реєстрації резидента.

Підставою для продовження терміну надходження продукції (робіт, послуг) понад 90 днів є наявність висновків відповідних

міністерств і відомств, які підтверджують надійність контракту резидента з іноземною фірмою, що встановлено постановою Кабінету Міністрів України “Про порядок віднесення операцій резидентів при здійсненні ними зовнішньоекономічної діяльності до договорів виробничої кооперації, консигнації, комплексного будівництва, поставки складних технічних виробів і товарів спеціального призначення” № 882 від 28.12.94. Такий порядок встановлено Законом України “Про порядок здійснення розрахунків в іноземній валюті”.

Уповноважений банк здійснює конвертацію наявної іноземної валюти у валюту контракту за курсом купівлі в разі відсутності на рахунку резидента передбаченої контрактом вільно конвертованої валюти для оплати продукції, що імпортується в Україну.

Якщо між партнерами досягнуто згоди на оплату продукції в іншій вільно конвертованій валюті, що передбачена контрактом, перерахунок вартості контракту у валюті, в якій буде здійснено платіж, проводиться за крос-курсом на останню дату публікації у “Financial Times” перед здійсненням платежу або за даними системи “REUTERS” на дату здійснення платежу. За відсутності на рахунку резидента передбаченої контрактом валюти оплата продукції, що імпортується в Україну, здійснюється (у разі згоди на це іноземного партнера) у наявній вільно конвертованій валюті, яка перераховується за крос-курсом (на дату здійснення платежу) у валюту контракту, де застосовуються зазначені терміни до перерахованих за кордон валютних коштів у вигляді заставної суми для участі в міжнародних торгах на одержання замовлення на здійснення будівництва чи поставок обладнання для будівництва за кордоном, які після завершення торгів повертаються резидентам.

За нормами валютного законодавства індивідуальної ліцензії Національного банку України обов’язково потребують розрахунки резидентів за імпортними контрактами, які здійснюються на умовах відстрочення поставки терміном понад 90 календарних днів з моменту здійснення авансового платежу або виставлення векселя на користь постачальника продукції (робіт, послуг), що імпортується.

Резиденти, які купують іноземну валюту через уповноважені банки з метою забезпечити виконання зобов’язань перед нерезидентами, зобов’язані перерахувати такі суми на валютні рахунки нерезидентів. Ті, хто порушив передбачені терміни, мають сплачувати пеню за кожний день прострочення в розмірі 0,3 % суми недержав-

ної виручки (митної вартості недопоставленої продукції) в іноземній валюті, перерахованої за офіційним поточним валютним курсом на день нарахування пені. Водночас, загальний розмір нарахованої пені не може перевищувати розмір заборгованості.

Якщо резиденти порушують зазначені терміни, придбана валюта продається уповноваженими банками протягом 5 робочих днів на міжбанківському валютному ринку України.

Національний банк України може надавати індивідуальні ліцензії за умови перевищення термінів розрахунків в разі виконання резидентами договорів виробничої кооперації, консигнації, комплексного будівництва, постачання складних технічних виробів і товарів спеціального призначення.

Стабільний розвиток валютного ринку та підтримання валютного курсу забезпечуються ефективною системою контролю.

Валютний контроль — це система заходів уповноважених органів з метою забезпечення резидентами та нерезидентами на території країни виконання норм валютного законодавства України під час здійснення ними операцій з валютними цінностями.

Відповідно до Декрету Кабінету Міністрів України “Про систему валютного регулювання і валютного контролю” валютні операції з участю резидентів і нерезидентів підлягають валютному контролю. Такому контролю підлягають також зобов’язання щодо декларування валютних цінностей та іншого майна. Органи, що здійснюють валютний контроль, мають право вимагати й одержувати від підприємств і громадян повну інформацію про здійснення ними валютних операцій, про стан банківських розрахунків в іноземній валюті, а також про майно, що підлягає декларуванню.

Головним органом валютного контролю в нашій державі є Національний банк України. НБУ не тільки контролює виконання правил регулювання валютних операцій на території України, а й забезпечує виконання уповноваженими банками функцій щодо здійснення валютного контролю за операціями, які проводяться через ці банки. Інші державні органи також мають певні повноваження у сфері валютного контролю. Так, державна податкова адміністрація України здійснює фінансовий контроль за валютними операціями, Державна митна служба контролює додержання правил переміщення валютних цінностей через митний кордон, а Міністерство зв’язку наглядає за додержанням правил поштових переказів і пересилання валютних цінностей через кордон.

Контрольні питання

1. Дайте визначення валютного ринку.
2. Охарактеризуйте основних учасників валютного ринку.
3. Як можна класифікувати валютні ринки залежно від сфери поширення, форми організації, суб'єктів?
4. Які функції виконує валютний ринок?
5. Поясніть особливості функціонування міжнародного грошового ринку.
6. Охарактеризуйте інструментальну структуру міжнародного грошового ринку.
7. Охарактеризуйте основні етапи розвитку валютного ринку України.
8. Які особливості валютного регулювання в Україні?

Література

1. *Боринець С. Я.* Міжнародні фінанси. — К., 2001.
2. *Гальчинський А. С.* Світова валютна система. — К., 1997.
3. *Доминик Сальваторе.* Международная экономика — М., 1998.
4. *Луцишин З. О.* Міжнародні валютно-фінансові відносини: практична філософія і реалії української економіки. — Тернопіль, 1997.
5. *Міжнародні валютно-кредитні відносини: Підручник / За ред. А. С. Філіпенка.* — К., 1997.
6. *Міжнародні фінанси / За ред. Н. О. Рогача.* — К., 2003.
7. *Мировые финансы / Максимо Энг и др.* — М., 1998.
8. *Шемет Т. С.* Міжнародні фінанси. — К., 2000.
9. *Ющенко В. А., Міщенко В. І.* Валютне регулювання. — К., 1998.

Розділ 5. Валютний курс і валютні операції

5.1. Економічний зміст валютного курсу

Економічна суть валютного курсу полягає у вираженні “ціни” грошової одиниці однієї країни певною кількістю іноземних або міжнародних грошових одиниць.

Якщо ціна одиниці іноземної валюти в національних грошових одиницях зростає, відбувається знецінення (здешевлення) національної валюти. І навпаки, якщо ціна одиниці іноземної валюти в національних грошових одиницях падає, спостерігається подорожчання національної валюти.

Механізм встановлення валютного курсу можна проілюструвати моделлю попиту та пропозиції на валюту B у країні, яка має валюту A та здійснює активні зовнішньоторговельні операції з країною B (рис. 1). Конфігурація цих кривих є наслідком ділової активності імпортерів та експортерів, інвесторів, спекулянтів валютою та уряду на валютному ринку.

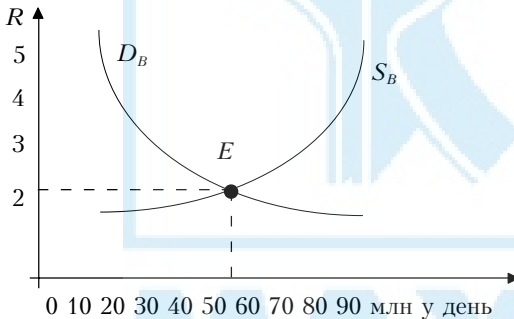


Рис. 1. Криві попиту та пропозиції на валюту та валютний курс

На вертикальній осі відкладаємо величину пропорції, в якій обмінюються валюти A та B (валютний курс $R = A/B$), тобто скільки одиниць валюти A дають за одну одиницю B . На горизонтальній осі відкладаємо кількість валюти B , яку пропонують на ринку для продажу та бажають придбати учасники ринку в обмін на валюту A за певного співвідношення обміну. Крива попиту на валюту B (D_B) має від'ємний нахил тому, що попит на валюту формують імпортери, якими потрібна валюта для оплати поставок, та інвестори, які

вивозять свої інвестиції з країни. Крива пропозиції (S_B) має додатний нахил, тобто: що більший курс R , то більше валюти B зароблено експортерами та надано в країну інвесторами. Існує врівноважений рівень валютного курсу E . За такого співвідношення обміну валюти A та B обсяг попиту та пропозиції на валюту B збігаються, криві перетинаються.

Основними факторами, що спричинює зрушення кривих попиту і пропозиції та впливають на валютний курс, є:

- стан зовнішньоекономічної активності;
- стан національної грошової системи;
- рівень облікової та відсоткової ставок;
- стан кон'юнктури валютного ринку;
- психологічні фактори (очікування);
- валютне регулювання.

Провідною теорією валютного курсу є теорія паритету купівельної спроможності. Паритет купівельної спроможності — традиційна модель, що пояснює, як обмінні курси двох валют зрівнюють їх купівельну спроможність у довгостроковому періоді. Теоретичним підґрунтям аналізу цієї моделі є закон єдиної ціни.

Закон єдиної ціни визначає, що ціни однакових товарів і ціни (доходи) фінансових активів з однаковим рівнем ризику, скореговані на валютний перерахунок, мають вирівнюватися на світовому ринку в межах різниці операційних витрат. Механізмом, що забезпечує таке вирівнювання, є міжнародна активність учасників валютного ринку, зумовлена пошуком найкращих за ціною умов використання валютних активів, так звана арбітражна активність. Закон єдиної ціни постулює наявність паритету в міжнародних фінансах і купівельної спроможності.

Паритет купівельної спроможності означає, що валюти країн з високим темпом інфляції мають тенденцію до знецінення щодо валют країн з нижчим темпом інфляції. Отже, *зміна валютного курсу протягом певного періоду має відповідати величині інфляційного диференціалу цього періоду.*

Значний внесок у теорію питання зробив Фішер. Ефект Фішера, сформульований ним, демонструє, як позичальники та кредитори враховують очікувану інфляцію у відсоткових ставках. Його формалізований вигляд такий:

$$n = r + i,$$

де n — номінальна відсоткова ставка; r — реальна відсоткова ставка; i — темп інфляції.

Генералізований ефект Фішера застосовують для аналізування процесів формування валютного курсу, а саме операції з валютами з вищим темпом інфляції мають здійснюватися із застосуванням вищої відсоткової ставки, ніж із валютою країни з нижчим рівнем інфляції.

Нарешті, можна сформулювати *міжнародний ефект Фішера*, згідно з яким очікувані доходи від інвестування в національну та іноземну економіку мають вирівнюватися, а очікуваний валютний курс (курсовий диференціал) повинен дорівнювати процентному диференціалу між відповідними країнами.

$$1 + e = (1 + r_a) / (1 + r_b),$$

де e — очікувана відсоткова зміна валютного курсу валют A та B ; r_a — відсоткова ставка в країні A ; r_b — відсоткова ставка у країні B .

Отже, відомо два принципи формування ціни на валюту залежно від терміну її постачання. Відповідно до цього встановлюються два види валютного курсу:

- курс спот (SR);
- курс форвард (FR).

Зважаючи на зв'язки, розкриті завдяки теоретичним моделям валютного курсу, співвідношення курсу спот і курсу форвард є “паритетні відносини”, які передбачають систему пов'язаних між собою причинно-наслідкових зв'язків між такими величинами:

- інфляції та курсу спот;
- відсоткових ставок та курсу спот;
- відсоткових ставок та форвардної маржі;
- відсоткових ставок та інфляції.

Форвардний курс відрізняється від курсу спот на величину *форвардної маржі*:

$$FR = SR + FM,$$

де FR — форвардний курс “аутрайт” на купівлю або продаж валюти; SR — поточний курс (спот), курс купівлі або продажу; FM — форвардна маржа, премія або дисконт.

Якщо форвардний курс іноземної валюти нижчий за курс спот, ідеться про форвардну знижку (дисконт) щодо національної валюти.

Якщо форвардний курс іноземної валюти вищий за курс спот, ідеться про форвардну надбавку (премію).

Виявлені теорією зазначені закономірності реалізуються через дію сукупності факторів і механізмів їх взаємодії, наслідком яких і є певний рівень валютного курсу в певний момент часу.

Урівноважений форвардний курс визначається попитом і пропозицією обсягів валюти з постачанням у майбутньому, що формується необхідністю здійснення спекуляцій, страхування валютних ризиків, які виникають внаслідок коливання курсів у сучасній системі гнучких валютних курсів.

5.2. Загальні умови здійснення валютних операцій

Загальні умови здійснення валютних операцій передбачають котирування валюти, встановлення дати укладання та виконання угод у валютних операціях, визначення валютної позиції та валютних ризиків.

1. Котирування валюти — це визначення курсу валюти. Наприклад: $1 \text{ USD} = 5,3510 - 5,3590 \text{ UHR}$. У цьому разі *USD* є валютою базовою, а *UHR* — валютою котирування. Перша цифра позначає *курс bid*. За цією ціною банк купує у своїх клієнтів долари. Друга цифра — це курс *ask*, за яким банк продає долари.

Види котирування валют різняться відповідно до суб'єктів, які його здійснюють:

- офіційне;
- поточне ринкове.

Офіційне котирування здійснюється уповноваженими банками, державними органами, спеціальними підрозділами на біржах, яким надано відповідні повноваження нормами валютного законодавства.

Поточне ринкове котирування здійснюється іншими учасниками валютного ринку.

За методами способи котирування можна класифікувати так:

- пряме;
- непряме.

Пряме котирування валюти — це вираження ціни іноземної валюти в одиницях національної валюти. *Обернене (непряме) котирування* — це вираження ціни національної валюти в одиницях

іноземної валюти. *Непряме котирування* застосовується в основному в тих країнах, валюти яких є резервними, що полегшує банкам проведення необхідних міжнародних розрахунків.

За характером зобов'язань, що виникають, розрізняють котирування:

- тверде;
- номінальне.

Тверде котирування породжує зобов'язання у того, хто котирує, виконати угоду відповідно до наданих котирувань. *Номінальне котирування* не породжує таких зобов'язань.

За способом подання інформації котирування буває:

- повне;
- скорочене.

Повне котирування валюти передбачає визначення *курсу купівлі* (*bid*) і *курсу продавця* (*ask, offer*), відповідно до якого банки купують і продають валюту, у вигляді чотирьох цифр після коми (кожна цифра називається пунктом). Наприклад: 1 дол. США = 5,3510–5,3590 грн.

Скорочене котирування передбачає визначення лише останніх двох цифр із чотирьох після коми, у нашому прикладі це 10–90.

Різниця між курсом купівлі й продажу називається *спредом*, на основі якого банк, залежно від обсягу операції, отримує виторг, що називається *банківською маржею від проведення конверсійних операцій*.

Під час котирування валют нерідко використовуються крос-курси. *Крос-курс* — це співвідношення між двома валютами, що є похідним від їх курсів щодо третьої валюти.

Як правило, в електронних системах *Reuter, Teleright, Diling* наводяться котирування валют щодо американського долара. На підставі цього можна вивести кроси-курси будь-якої валюти щодо іншої.

2. Дати укладання та виконання угод у валютних операціях

Дата підписання угоди про здійснення валютної операції є *датою укладання угоди*.

Дата виконання угоди називається *датою валютування* (*value date*), тобто це дата, на яку відповідні валютні засоби фактично надходять у розпорядження сторін угоди. Під час фіксації дати валютування враховуються тільки робочі дні кожної з валют, що

беруть участь в угоді. Якщо день за датою угоди є неробочим для певної валюти, термін постачання валют збільшується на один день. Якщо день є неробочим для іншої валюти, термін постачання збільшується ще на один день.

Для депозитних операцій датою валютування є дата надходження коштів на депозитний рахунок, а датою виконання угоди — дата повернення основної суми на рахунок кредитора.

У світовій практиці існують загальноприйняті умови визначення дат валютування та завершення операції.

3. Валютна позиція

За результатами здійснених валютних операцій в учасників утворюється певна *валютна позиція* як співвідношення між сумою активів і пасивів у валюті, з якою проводилася операція. Операції з купівлі валюти збільшують активи (вимоги), операції з продажу валюти — пасиви (зобов'язання). За характером співвідношення активів і пасивів у певній валюті розрізняють валютні позиції:

- закрити;
- відкрити.

Закрита валютна позиція виникає в тому разі, якщо збігаються суми вимог і зобов'язань за певною валютою в результаті проведених з нею операцій.

Відкрита валютна позиція виникає в тому разі, якщо є суми вимог і зобов'язань не збігаються. Відповідно відкрита валютна позиція може бути довгою та короткою. *Довга валютна позиція* є наслідком перевищення сумою вимог у певній валюті суми зобов'язань у цій валюті. *Коротка валютна позиція* є наслідком перевищення сумою зобов'язань у певній валюті суми вимог у цій валюті.

4. Валютні ризики

Валютні ризики виникають внаслідок здійснення валютних операцій. Їх можна визначити як втрати, які, ймовірно, виникають через коливання курсу.

Валютні ризики поділяються на такі види:

- операційний;
- бухгалтерський;
- економічний.

Операційний валютний ризик виникає, якщо майбутні платежі або отримані кошти мають бути здійснені у валюті, майбутня вартість якої невизначена. Бухгалтерський валютний ризик належить до

операцій переказування вартості компанії з однієї валюти в іншу. Економічний валютний ризик пов'язаний зі зміною вартості компанії, яка коливається внаслідок зміни курсу.

5.3. Види валютних операцій і техніка їх здійснення

Валютні операції — це діяльність на валютних ринках з метою продажу або придбання валюти та страхування валютних ризиків. Класифікують валютні операції відповідно до умов їх здійснення та цілей учасників валютних операцій (табл. 7).

Таблиця 7

Класифікація видів валютних операцій

Критерій	Вид валютної операції
За терміном постачання активу	<ul style="list-style-type: none"> • спот; • форвард
За місцем здійснення	<ul style="list-style-type: none"> • біржові; • міжбанківські
За характером інструментів, що використовуються	<ul style="list-style-type: none"> • форвардні; • ф'ючерсні; • опціонні; • своп
За метою учасників операції	<ul style="list-style-type: none"> • конверсійні; • арбітражні; • спекулятивні; • хеджування; • інтервенційні

Розглянемо види валютних операції, які різняться за терміном постачання активу.

Операції спот передбачають, що торгівля валютою здійснюється у вигляді касової операції або угоди з негайним постачанням валюти протягом 48 годин після підписання валютного контракту за курсом, зафіксованим на момент її укладання.

Курс спот, за яким здійснюється операція, свідчить про те, наскільки високо оцінюється національна валюта за межами певної

країни на момент проведення операції. Під час проведення валютної операції спот на ринку, як правило, використовується курс телеграфного переказу.

Касові операції на умовах спот використовуються не тільки для негайного одержання валюти, а й для страхування валютного ризику, проведення спекулятивних операцій.

Форвардні операції здійснюються у вигляді укладання твердої угоди, тобто обов'язкової для виконання, але з постачанням валюти не сьогодні, а в майбутньому.

За останнє десятиліття на валютному ринку змінився характер торгівлі: намітилося значне зростання кількості угод, виконання яких відбувається в майбутньому, тобто форвардних. Цьому сприяли:

- прискорення передавання найактуальнішої інформації за допомогою сучасних засобів зв'язку;
- глобалізація і взаємопереплетення національних ринків, як наслідок, зміни в одному із центрів світової торгівлі впливають на стан світового валютного ринку загалом;
- лібералізація правових умов і ослаблення державного регулювання в галузі валютної торгівлі.

У форвардних операціях використовують спеціально розраховані *форвардні курси*:

- курс аутрайт;
- своп-курс.

Форвардні курси публікуються у фінансових виданнях і використовуються валютними дилерами для котирування.

Величина форвардної маржі подається у вигляді форвардних пунктів (*forward points*) — кількох останніх цифр після коми.

Форвардні дисконти (*FD*) і премії (*FP*) подають у вигляді річного відсотка від відповідного курсу спот:

$$FR(FP) = \frac{(FR - SR)}{SR} \cdot \frac{12}{m} \cdot 100\%,$$

де *FR* — форвардний курс; *SR* — курс спот; *m* — кількість місяців.

Величину форвардної маржі можна обчислити за такою формулою:

а) для курсу купівлі

$$FM = SR(r_a - r_b)T / 360 \cdot 100\% + (r_b \cdot T),$$

де r_a — відсоткова ставка за депозитами у валюті котирування; r_b — відсоткова ставка за кредитами у базовій валюті; T — термін, на який укладається форвардна угода, днів;

б) для курсу продажу

$$FM = SR(r_b - r_a)T / 360 \cdot 100 \% + (r_b \cdot T),$$

де r_a — відсоткова ставка за кредитами у валюті котирування; r_b — відсоткова ставка за депозитами у базовій валюті; T — термін, на який укладається форвардна угода, днів.

Курс аутрайт застосовується в разі здійснення простої форвардної угоди. У разі запису показників форвардної маржі:

- за наявності премії величина форвардної маржі для курсу купівлі менша за величину форвардної маржі для курсу продажу;
- за наявності дисконту величина форвардної маржі для курсу купівлі перевищує величину форвардної маржі для курсу продажу.

Наявна практика використання курсу аутрайт для визначення курсів на дуже короткі терміни: “сьогодні” (o/n) і “завтра” (t/n).

У таких випадках застосовують протилежний спосіб:

- якщо форвардні пункти для курсу купівлі більші, ніж для курсу продажу, їх міняють місцями та оперують як показниками форвардної премії, тобто додають до показників купівлі та продажу курсу спот;
- якщо форвардні пункти для курсу купівлі менші, ніж для курсу продажу, їх міняють місцями та оперують як показниками форвардної знижки, тобто віднімають від показників купівлі та продажу курсу спот.

Курс своп передбачає поєднання форвардної та зворотної операції спот і обчислюється за формулою

$$FR = SR(1 + r_b t / T) / (1 + r_a t / T),$$

де t — термін форвардного контракту; T — розрахункова кількість днів року.

Величина форвардної маржі у вигляді річного відсотка називається вартістю хеджування, яка визначається за формулою

$$E = FM \cdot SR \cdot 360 / T \cdot 100 \%.$$

Позабіржові валютні операції здійснюються на міжбанківському ринку. Розвиток торгівлі терміновими контрактами сприяв спеціалізації бірж, коли поряд із традиційними валютними біржами почали функціонувати біржі, що спеціалізуються на терміновій торгівлі валютою і фінансовими активами. Прикладами таких бірж у давно визнаних світових центрах торгівлі валютою можуть слугувати Лондонська міжнародна біржа фінансових ф'ючерсів (London International Financial Futures Exchange — LIFFE), Європейська опціонна біржа в Амстердамі (European Options Exchange — EOE), Німецька термінова біржа у Франкфурті (Deutsche Terminboerse — DTB). На нових світових валютних ринках почали роботу Сінгапурська біржа (Singapore International Monetary Exchange — SIMEX), біржа термінової торгівлі в Сідней (Sydney Futures Exchange — SFE), Австрійська термінова опціонна біржа у Відні (Oesterreichische Termin Optionsboerse — OTOB).

Розширення торгівлі терміновими контрактами, з одного боку, посилило сприйнятливість валютного ринку до кон'юнктурних змін і збільшило валютні коливання, а з іншого — відкрилося більше можливостей для високоєфективного інвестування.

Розглянемо особливості операцій за характером інструментів, що використовуються для їх здійснення.

Операції з форвардними контрактами. Форвардний контракт — це двостороння угода про купівлю або продаж певної кількості валюти у встановлений термін і за встановленою ціною.

Форвардні контракти — це інструменти позабіржового ринку, тому всі умови контракту визначаються під час укладання контракту за домовленістю сторін відповідно до законодавства.

Форвардний валютний контракт за своєю суттю є похідним інструментом ринку депозитних операцій в іноземній валюті. На форвардний курс валюти (ціну форвардного контракту) впливають відсоткові ставки за депозитами на ту або іншу валюту.

Найактивнішими учасниками форвардного ринку є банки, що використовують форвардні контракти для хеджування власних ризиків або пропонують такі послуги своїм клієнтам. Банки мають ширші можливості, аніж інші учасники ринку, для залучення і розміщення засобів. Вони можуть уникати реальних втрат за форвардними контрактами навіть у разі несприятливої для них кон'юнктури, через низьку конкуренцію на форвардному ринку банки мають змогу диктувати свої умови під час укладання контракту.

Операції з ф'ючерсами. Ф'ючерсний валютний контракт — це стандартний біржовий контракт на постачання валюти за фіксованими цінами в зазначеній кількості у визначений термін у майбутньому.

Операції з ф'ючерсами здійснюються на принципах маржевої торгівлі. Заставні вимоги (початкова маржа) створюють гарантії виконання зобов'язань за ф'ючерсними контрактами. Початкова маржа виплачується інвестором і перераховується на рахунок його брокера. Брокер перераховує її на рахунок брокерської компанії, яка є членом розрахункової палати і відкриває спеціальний маржевий рахунок у розрахунковій палаті біржі. Розмір маржі залежить від конкретних умов торгівлі за цим контрактом. Мінімальний розмір маржі встановлює розрахункова палата, керуючись відповідними методиками; у разі зменшення маржі на рахунку до мінімального рівня її розмір має відновити інвестор додатковим внесенням коштів на рахунок.

Порядок укладення і виконання угод на купівлю-продаж ф'ючерсних контрактів передбачає таку послідовність дій:

- 1) інвестор оцінює ліквідність ринку, визначає витрати й приймає рішення про участь у ф'ючерсних торгах;
- 2) між інвестором і біржовим фінансовим посередником укладається договір на брокерське обслуговування;
- 3) посередницька фірма укладає договір на обслуговування з членом розрахункової палати;
- 4) інвестор вносить кошти на свій рахунок — засоби резервування торгівлі (початкову маржу, комісійні збори);
- 5) інвестор передає брокеру заявку (торгове доручення) на виконання визначених операцій з купівлі-продажу ф'ючерсів у процесі біржових торгів;
- 6) замовлення виконується біржовим посередником у процесі торгу на біржі або між біржовими сесіями;
- 7) біржа передає звіт про укладені ф'ючерсні угоди у відповідні інформаційні системи, що поширюють котирування в усьому світі;
- 8) розрахункова палата проводить розрахунки за угодами;
- 9) відомості про зміну маржі повідомляються до закінчення біржового дня, після його закінчення починають діяти нові ставки маржі. Термін дії нових ставок — до чергової зміни

ставок маржі. Її перерахунок здійснюється на підставі ставок початкової маржі;

- 10) на підставі перерахунків за маржею і встановлення дії нових її ставок клієнт зобов'язаний внести через посередницьку фірму і члена розрахункової палати на кліринговий рахунок визначену суму для забезпечення подальшої роботи на ринку ф'ючерсних контрактів — перемінну маржу;
- 11) здійснення постачання за ф'ючерсним контрактом або укладення офсетної угоди — протилежної за своїм характером до виконуваної угоди.

Переваги ф'ючерсного контракту перед форвардним такі:

- високий ступінь стандартизації ф'ючерса забезпечує максимальне прискорення укладання угод і їх ліквідації, спрощення розрахунків за ними;
- значні ризики бере на себе розрахункова палата біржі, після реєстрації контракту продавець і покупець мають справу тільки з біржею;
- можливість розірвати ф'ючерсний контракт шляхом укладання офсетної угоди.

Ф'ючерсні ринки, незалежно від того, як вони організовані й управляються, забезпечують дві життєво важливі економічні функції валютного ринку — встановлення цін і передачу ризику. У біржовому залі укладаються угоди: інформація про ціни стає загальнодоступною для всіх учасників, які ухвалюють рішення, і використовується як вихідний пункт для визначення курсу на визначений день і на поточний момент. Інша важлива економічна функція ф'ючерсного ринку — хеджування валютного ризику учасниками валютних операцій через купівлю і продаж ф'ючерсних контрактів для того, щоб збалансувати ризик негативної зміни цін на спотовому ринку. Механізм передачі чинника ризику зробив ф'ючерсні контракти практично незамінними для компаній і фінансових установ.

Операції з опціонами. Опціоном називається контракт, який дає право на купівлю або продаж визначеної кількості валюти за фіксованим курсом, що діє протягом, зазначеного в контракті терміну. Покупець контракту виплачує його продавцю *опціонну премію* — ціну опціону. Премія за інших однакових умов збільшується з подовженням терміну життя опціону і навпаки.

Зобов'язання, взяті на себе покупцем і продавцем опціону, не рівні: якщо обов'язки покупця вичерпуються своєчасною сплатою премії, то продавець має надати чітко визначені гарантії виконання своїх зобов'язань у вигляді застави або цінних паперів.

Продавець опціону виступає “постачальником” або “передплатником” опціону.

Варто зазначити, що покупець не зобов'язаний скористатися придбаним правом, тобто неодмінно купити (або продати) відповідну кількість валюти, але якщо він ним не скористається, премію ніхто йому не поверне.

Використовуються два види опціонів — “call” і “put”. **Опціон “call”** надає покупцеві опціону привілеї (але не зобов'язання) купити валюту за визначеною ціною в межах визначеного періоду часу. Тому покупець опціону очікує, що курс валюти зросте. **Опціон “put”** надає власникові або покупцеві опціону привілеї (але не обов'язок) продавати валюту за визначеною ціною в межах визначеного періоду часу. Отже, покупець опціону очікує, що курс може знизитися.

Опціонна торгівля передбачає оперування певними характеристиками цього інструменту: ціною-страйк і внутрішньою ціною опціону.

Ціна-страйк — це встановлена в контракті ціна, за якою особа, яка купила опціон, має право придбати або продати валюту залежно від того, що саме передбачено в контракті.

Внутрішня ціна опціону дорівнює різниці між ринковою ціною валюти (курсом спот) і ціною-страйк.

Залежно від співвідношення між шансами на прибутки та ризиком втрат витрачених на купівлю опціону грошей можна виокремити три принципово різних типи опціонів:

- *внутрішні (in the money)* мають ціну-страйк, нижчу за курс спот для call і вищу за курс спот для put — премія за внутрішніми опціонами завжди перевищує різницю курсів;
- *ринкові (at the money)* мають ціну-страйк, що дорівнює або дуже наближається до курсу валюти на момент продажу опціону;
- *зовнішні (out the money)* протилежні першому опціону: їх ціна-страйк вища за курс для call і нижча для put.

Премія за різними типами змінюється від найбільшої за внутрішніми опціонами до найменшої за зовнішніми, на підставі чого учасники операцій з опціонами приймають відповідні інвестиційні рішення. Опціони, як й інші цінні папери, можуть бути використані і з довгостроковими інвестиційними цілями, і під час короткострокових спекулятивних операцій. Опціон, насамперед внутрішній, дає змогу отримати ефект “фінансового важеля”.

Торгівля опціонами здійснюється як на біржі, так і на позабіржовому ринку.

Біржова торгівля опціонами за своєю технікою здебільшого схожа на торгівлю ф'ючерсами. Після того як продавець і покупець опціону уклали на біржі контракт, зв'язок між ними втрачається і стороною угоди для кожного інвестора стає розрахункова палата біржі. Якщо власник вирішує виконати опціон, він повідомляє про це свого брокера, а останній — розрахункову палату. Остання вибирає будь-яку особу з короткою позицією. Інвестор, який купив або продав опціон, може закрити свою позицію за допомогою офсетної угоди.

Щоб зменшити вплив будь-якого інвестора на кон'юнктуру ринку, біржа встановлює для опціонів кожного виду два обмеження: позиційний ліміт (визначає максимальну кількість контрактів, що їх може відкрити інвестор із кожної сторони ринку) і ліміт виконання (встановлюється максимальна кількість контрактів, які можуть бути виконані за визначений проміжок часу).

Біржова торгівля здійснюється методом “вільного вигуку”. Біржова торгівля знеособлює угоди й, оперуючи потоками, спрямовує зусилля на керування обсягом і швидкістю обороту. Тому оперують такими показниками торгівлі: торговою одиницею (партії по 1000 і 100 одиниць), класом і серією опціонів. Класом називають сукупність усіх опціонів, в основі яких лежить однаковий актив. Опціони на купівлю валюти й опціони на продаж валюти утворюють окремі класи. Серія — це сукупність опціонів із даного класу з однаковою ціною-страйк і термінами обігу.

Організація біржової торгівлі опціонами ґрунтується на певних принципах:

- 1) торговою дією керує чиновник біржі, навколо якого збираються брокери і дилери. Зазвичай він встановлює ціни на відкриття й фіксує їх на закриття дня;

- 2) процедура торгівлі починається з ротації (з'ясування розмірів премій, які в кожній серії просять продавці й пропонують покупці). Під час ротації пропозиції за угодами у дру-гих серіях заборонені;
- 3) після завершення ротації члени натовпу можуть робити пропозиції на купівлю-продаж у будь-яких серіях відповідно до такого регламенту:
 - дилери можуть робити зустрічні пропозиції щодо ціни;
 - члени натовпу висловлюють свої пропозиції вголос;
 - маючи два накази на купівлю і продаж тієї самої пропозиції, брокер зобов'язаний їх оголосити і тільки потім оформити угоду;
 - якщо брокер купив (продав) опціон, він отримує право на першочергове придбання (продаж) опціону тієї самої серії, у межах тієї самої кількості за меншою (більшою) ціною, якщо таку пропозицію зробить той самий продавець (покупець).

Існують дві технології торгівлі опціонами на біржі, що відрізняються обсягом повноважень біржового чиновника під час проведення торгів. Одна технологія — за участю “спеціалістів”, які виконують функції і брокерів, і дилерів у процесі торгівлі закріпленими за ними опціонами, інша — за участю *market-makers*, що діють тільки як дилери.

Торгівля опціонами ведеться за принципами маржевої торгівлі. Заставні вимоги (маржа) створюють гарантії виконання зобов'язань за опціонним контрактом. Маржа виплачується продавцем опціону (інвестором, який виписує опціон), перераховується на рахунок його брокера. Брокер перераховує її на рахунок брокерської компанії, яка є членом розрахункової палати і відкриває спеціальний маржевий рахунок у розрахунковій палаті біржі. Розмір маржі залежить від конкретних умов торгівлі даним контрактом. Мінімальний розмір маржі встановлює розрахункова палата, керуючись відповідними методиками.

Особливості *комісійних виплат* учасників торгівлі опціонами полягають у тому, що вони дещо менші, ніж під час купівлі базисного активу, бо механізми клірингу і взаємозаліків спрощують розрахунки за угодами і зменшують суми грошей, що обертаються на ринку. При виконанні опціону покупець, звісно ж, сплачує комісію, що дорівнює комісії під час купівлі базисного активу.

Позабіржовий (вільний) ринок опціонів характеризується відсутністю стандартів і обмежень, прийнятих на біржовому ринку (табл. 8).

1. Припускається будь-який розмір опціону.
2. Розмір премії залежить від взаємної згоди сторін.
3. Термін життя опціону не стандартний, а відповідає індивідуальним потребам учасників і може бути подовжений за згодою сторін.
4. До контракту можуть бути включені будь-які додаткові умови.
5. Технологія торгівлі передбачає спеціальну категорію брокерських фірм, що займаються пошуком і зведенням клієнтів, які продають і купують опціони, і фірм-індосантів, які беруть на себе гарантії щодо виконання сторонами своїх зобов'язань, одержуючи заставний внесок і проводячи взаємозаліки.

Таблиця 8

Порівняння умов торгівлі біржовими та позабіржовими опціонами

Умови торгівлі	Ринки	
	позабіржовий	біржовий
1	2	3
Типи опціонів	На купівлю, на продаж, спреди, додаткові умови	На купівлю, на продаж, спреди, додаткові умови
Ціна-страйк	За домовленістю сторін	Має закінчуватися на 0, 2,5 або 5 (дол. США)
Термін життя	Будь-який у межах 9 місяців за домовленістю сторін	Ціну нових серій запроваджують за спеціальними правилами
Початок дії	Будь-яка дата	Початок місяця
Подовження	Припускається за згодою замовника	Не припускається
Обмеження на купівлю-продаж опціонів однією особою	Відсутні	Встановлюються адміністрацією біржі (зазвичай 1000 опціонних контрактів на один вид угод)

Закінчення табл. 8

1	2	3
Вторинний ринок	Дуже обмежений: відповідні пропозиції пропонуються через спеціальні оголошення в газетах	Досить активний
Гарант виконання контракту	Брокерська фірма-індосант	Клірингова корпорація, функціонально пов'язана з біржею
Інформація про поточні ціни	Публікується у періодичних виданнях	Надається у щоденних звітах біржі щодо укладених угод
Адаптація до додаткового випуску	Зміна ціни-страйк і розмірів контракту за однаковими правилами	
Плата за брокерські послуги	Висока	Помірна
Оподаткування	Здійснюється за загальними правилами	
Маржування: застава покупця опціону	100 % опціонної премії	
Маржування: застава продавця опціону	20 % обсягу опціонного контракту на момент його підписання	

Операції своп. Валютні свопи — це валютна операція, яка поєднує купівлю-продаж двох валют на умовах негайного постачання з одночасною контр угодою на певний термін із тими самими валютами.

За операціями своп-угода здійснюється за курсом спот, який у форвардній угоді коригується. У такий спосіб учасникам операції вдається заощадити на трансакційних витратах.

Валютні свопи дають змогу сторонам угоди обмінюватися виплатами в різноманітних валютах, що підвищує їх конкурентоспро-

можність, а також дозволяє хеджувати ризики, пов'язані зі зміною вартості активів, деномінованих в іноземній валюті.

Розглянемо приклад використання валютного свопу. Фірмі необхідні долари в обмін на євро на 3 місяці. 12 грудня 2004 р. фірма укладає з банком своп-контракт, суть якого в тому, що фірма купує на умовах спот долари в обмін на євро з датою валютування 14 грудня 2004 р. Одночасно укладають форвардний контракт на продаж тієї самої кількості доларів на євро на 12 березня 2004 р. Отже, фірма одержує необхідні їй долари на 3 місяці. *Ціна угоди – різниця між спот- і форвард-курсами, що відбивають різницю між відсотками у доларах і євро.*

Припустимо, фірма, яка очікувала поповнення валютних коштів у доларах, через 3 місяці їх не одержала, однак вона сподівається на їх надходження, в червні 2004 р. Фірма продовжує термін раніше укладеної форвардної угоди в межах своп-операції через повторний продаж євро, що були куплені за своп-контрактом 12 березня 2004 р., із додаванням подальшої форвардної угоди, в якій вона знову купує євро з датою валютування через 6 місяців (12 червня 2004 р.). У результаті таких дій тримісячна форвардна угода перетворюється на шестимісячну.

З 60-х років операції своп використовуються центральними банками промислово розвинених країн для тимчасового підкріплення своїх валютних резервів. Сутність своп-угоди між центральними банками полягає в наступному. ФРБ Нью-Йорка за домовленістю, наприклад, із Німецьким федеральним банком продавав йому долари на умовах негайного постачання (записує долари на рахунок цього банку в себе), а Німецький банк зараховує еквівалент цієї суми в марках на рахунок ФРБ Нью-Йорка. Одночасно ФРБ Нью-Йорка укладає форвардну угоду і при настанні її термінів купує в Німецького банку долари на марки.

Особливості ринку свопів такі:

- банки виступають у ролі дилера за свопами або беруть на себе роль контрагента, якщо одна зі сторін угоди відмовляється від частки в ньому;
- банки використовують різноманітні методи свопування для хеджування свого фінансового ризику;
- у разі припинення контракту виплачується компенсація іншій стороні на договірній основі або організується інший своп, що гасить перший.

Документація за операціями своп порівняно стандартизована, в ній зазначено умови їх припинення в разі неплатежів, техніку обміну зобов'язаннями, а також звичайні пункти кредитної угоди.

Нині більша частина міжбанківської форвардної торгівлі здійснюється з використанням свопів — близько 20 % міжбанківської валютної торгівлі припадає на свопи, тоді як 3 % — на угоди аутрайт (60 % торгівлі — операції спот).

Розглянемо види та характер валютних операцій, зумовлений метою їх учасників.

Конверсійні операції — це обмін національної валюти на інші фінансові активи (на інші іноземні валюти або боргові зобов'язання).

Проведення розрахунків за зовнішньоекономічними операціями, інвестування капіталу в міжнародні проекти, спекулятивні операції, страхування від можливих збитків — усе це передбачають угоди про купівлю-продаж іноземної валюти та конверсійні операції.

Під час проведення конверсійних операцій варто звернути увагу на питання котирування валюти. Сума базової валюти, витраченої на обмін валюти котирування

$$P_b = P_a R,$$

сума валюти котирування

$$P_a = P_b / R,$$

де P_a — валюта котирування; P_b — базова валюта; R — курс валюти.

У процесі котирування валют нерідко використовуються кроскурси, тобто співвідношення двох валют, що впливає з їх курсового відношення до третьої валюти.

Операції валютного арбітражу — це валютні операції, які поєднують продаж (придбання) валюти з негайним виконанням контракти за метою здійснення операції за найвигіднішим курсом.

Валютний арбітраж передбачає наявність часового вікна — тимчасового покращання кон'юнктури валютного ринку внаслідок зміни відсоткової ставки, що дає змогу отримати арбітражний прибуток.

Розрізняють такі види валютного арбітражу:

а) за умовами здійснення:

- просторовий,
- часовий;

б) за метою здійснення:

- конверсійний,
- спекулятивний;

в) за місцем здійснення:

- внутрішній,
- зовнішній.

Сучасні технології дають змогу в мінімальний термін отримати інформацію та здійснити операцію, тому просторовий арбітраж поступився часовому. Зовнішній арбітраж передбачає мобілізацію коштів на національному фінансовому ринку (шляхом випуску депозитних сертифікатів) і розміщення їх через офшорні філії на міжбанківському євrorинку.

Інформація щодо можливостей здійснення арбітражних операцій узагальнюється Міжнародним звітом Скарбниці, який містить такі дані:

- відсоткові ставки на національних грошових ринках і за банківськими депозитами;
- вартість валютних свопів;
- ставки за євровалютними депозитами;
- відсоткові ставки та обмінні курси на різні терміни.

Використання цієї інформації дає змогу:

- знайти джерела коштів з найнижчою вартістю;
- розмістити тимчасово вільні кошти з найвищою прибутковістю;
- розрахувати можливі арбітражні шляхи для переходу коштів.

Граничний розмір арбітражного прибутку може бути розрахований за формулою

$$AP = \frac{r_a - r_b}{r_a + r_b} - \frac{FR - SR}{SR}.$$

Операції хеджування. Хеджери, використовуючи хеджування, прагнуть знизити ризик несприятливої зміни валютного курсу і займають позицію на ринку ф'ючерсних угод, протилежну тій, що існує або передбачається на ринку готівки. Суть хеджування полягає в перенесенні ризику від хеджера на іншого учасника ринку.

До 50-х років минулого століття метою хеджування було зниження кредитних і цінових ризиків. У 50–60-ті роки у США розроблено нову теорію хеджування: оскільки ціни на реальний товар і біржові котирування ф'ючерсів змінюються не одночасно, повне страхування неможливе.

Основною причиною існування механізмів хеджування є те, що на форвардні та спотові курси впливають однакові економічні чинники. Якщо термін ф'ючерсного контракту закінчується, то ф'ючерсна і реальна ціна збігаються, тобто базис прямує до нуля.

Розрізняють кілька видів хеджування:

- чисте хеджування — традиційна концепція — орієнтація на зниження ризику;
- арбітражне;
- селективне;
- спекулятивне — зорієнтоване не тільки на зниження ризику, а й на отримання додаткового прибутку.

Можна виокремити такі типи хеджерів, які використовують ринки ф'ючерсів для зниження ризиків, пов'язаних з їхньою діяльністю:

- роздрібні торговці: щоб захистити відсоткові ставки за очікуваного сезонного надлишку готівки;
- корпорації: щоб захистити відсоткову ставку за наявності прогнозу про тимчасовий надлишок готівки і зафіксувати позикову відсоткову ставку в разі планованої емісії “комерційного папера”;
- пенсійні фонди: щоб захистити прибутковість у разі запланованої інвестиції в державні облігації й “ізолювати” портфель капіталу від загального спаду на ринку;
- експортери: щоб захистити обмінний курс під час платежів за очікуване відвантаження;
- інвестиційні банки: щоб продати багато короткострокових активів, які наявний ринок навряд чи зможе поглинути за точними цінами.

Розглянемо основні принципи стратегії хеджування валютного ризику за допомогою форвардних контрактів, ф'ючерсів та опціонів.

Компанія-продавець, маючи “довгу” валютну позицію (неттовимоги у визначеній валюті), потенційно стикається з ризиком знецінення цієї валюти. Фірма може застосувати форвардне хеджування в такий спосіб:

а) продати іноземну валюту на термін, узгоджений із терміном її майбутніх валютних надходжень. Ця операція здійснюється через укладання форвардного контракту на продаж іноземної валюти за вітчизняну;

б) одержати іноземну валюту через відповідний термін як оплату за експорт;

в) перерахувати отриману іноземну валюту як оплату форвардного зобов'язання й одержати попередньо встановлену суму вітчизняної валюти.

Компанія, що має “коротку” позицію (нетто-зобов'язання у валюті), потенційно схильна до ризику її подорожчання. Ця фірма купить іноземну валюту, необхідну для майбутніх платежів, на форвардному ринку.

Одним із засобів хеджування валютного контрактного ризику є використання опціонів на продаж або купівлю іноземної валюти. Загальні правила, за якими фірма або банк здійснює вибір між валютним опціоном і форвардним (ф'ючерсним) контрактом із метою хеджингу, такі:

а) якщо точно відомо розмір майбутніх платежів в іноземній валюті, укладають форвардний контракт на купівлю відповідної іноземної валюти; якщо цей розмір точно невідомий, купують кол-опціон на валюту (опціон на купівлю іноземної валюти);

б) якщо точно відомо розмір майбутніх надходжень в іноземній валюті, купують форвард на продаж кількості іноземної валюти, що відповідає сумі контракту; якщо цей розмір точно невідомий, купують пут-опціон на валюту (опціон на продаж іноземної валюти);

в) якщо розмір майбутніх інвалютних потоків відомо лише частково, використовують форвард на купівлю або продаж іноземної валюти для хеджування відомого розміру грошового потоку від валютних операцій, а опціонний контракт купують для хеджування максимального розміру невизначеного залишку.

Валютний ринок дає змогу здійснювати валютні спекуляції, тобто грати на майбутній ціні валюти. Операції валютної спекуляції можна визначити як прийняття зобов'язань у валюті, майбутня вартість якої невизначена.

Спекуляція за своєю технологією є протилежністю до хеджування. Хеджер намагається застрахуватися від валютного ризику, закриваючи існуючу відкриту позицію, а спекулянт прагне валютного ризику (відкритої позиції), сподіваючись на прибуток.

Спекулятивні операції на валютних ринках виконують кілька важливих функцій:

- беруть на себе ризик, що існує для виробників і споживачів товарів або фінансових інструментів;

- збільшують ліквідність ринку (достатньо складним для хеджерів є висновок угоди, тому що продавці або хеджери з короткою позицією прагнуть найвищої ціни, а покупці або хеджери з довгою позицією — найнижчої; без участі спекулянтів це цінове розходження важко ліквідувати; коли на ринок приходять спекулянти, кількість продавців і покупців зростає);
- збільшують капітал ринку;
- стабілізуються ціни внаслідок спекулятивної активності (спекулянти починають діяти в момент відхилення цін від закономірного рівня за довгостроковий період, активно впливаючи на ціни, “заганяють” їх у норму; спредери не допустять, наприклад, щоб товар продавали за безцінь в один період і необґрунтовано дорого — в інший).

Типи спекулянтів на валютному ринку:

- із довгою позицією (купив один або більше контрактів);
- із короткою позицією (продав один або більше контрактів);
- за розмірами позиції — великі (фахові торговці) і дрібні (цивільні спекулянти);
- джобери (ліквідують контракти дуже швидко);
- трейдери (торгують порівняно тривалий період);
- скальпери (фахові торговці, які торгують для себе в питах у великих обсягах);
- арбітражисти (ураховують різницю у витратах на транспортування, збереження, втрати в дорозі, зниження якості продукції на біржах різних країн і регіонів);
- спредери (відстежують багаторічні закономірності формування цін на один товар або між цінами на різні товари, але за лежні один від одного контракти або між реальною і ф’ючерсною ціною; якщо цінові взаємовідносини відрізняються від звичайних, спредери продають на ринку, де склалася завищена ціна, і купують на ринках, де склалася занижена ціна).

Основою розвитку сучасної біржової ф’ючерсної торгівлі є її спроможність сприяти плановій діяльності суб’єктів. На сучасній біржі ф’ючерсів, власне, відбувається укладання планів-контрактів (ф’ючерсних контрактів) на постачання продукції на перспективу, враховуючи прогнози попиту та пропозиції. Зміни прогнозних оцінок залежно від різних чинників відбуваються шляхом продажу зайвих ф’ючерсних контрактів або придбання нових. Продаючи або купуючи ф’ючерсні контракти за прийнятими цінами, виробники

або споживачі планують своє виробництво, розраховуючи перекрити проектну собівартість або забезпечити належний рівень рентабельності, тобто складають плани реалізації своєї продукції або забезпечення сировиною. Якщо продавці й покупці максимізують свій прибуток через зміну цін, вони мають відстежувати ці зміни на біржі й брати участь у біржовій грі шляхом викупу раніше проданих або куплених контрактів.

Поведінка учасників валютного ринку, які прагнуть максимального виграшу від валютної операції, залежить від різниці між відсотковими ставками, а також від очікуваного виторгу.

Так, якщо експортер із Німеччини, який одержав валютний виторг 100 тис. дол. США, що будуть потрібні йому через шість місяців, не очікує жодних змін у рівні валютного курсу, він інвестуватиме отриману суму в американський банк, якщо відсоткова ставка в США вища, ніж у Німеччині, і обміняє долари на євро в шести-місячний термін. Якщо відсоткова ставка виявиться вищою в Німеччині, експортер негайно обміняє отриману суму на євро й інвестує їх у німецькі активи.

Якщо припустити, що рівень відсоткових ставок у США і Німеччині однаковий (наприклад, 4 % на шестимісячний депозит), але можливе знецінення німецької валюти з 1,5 євро за 1 дол. США до 1,6 євро за 1 дол. США, то експортеру вигідніше покласти гроші в американський банк і обміняти їх на євро через шість місяців, що дасть йому змогу одержати велику суму — 166,4 тис. євро (1,6·1,04·100 тис.) замість 156 тис. євро (1,5·1,04·100 тис.) сьогодні.

Отже, загальне правило для спекулятивних операцій в іноземній валюті полягає в тому, що їх прибутковість залежить від того, наскільки валюта знизиться в ціні понад різницю у відсоткових ставках за депозитами в національній та іноземній валютах. Проте спекулятивні операції прибуткові лише в тому разі, якщо учасникам ринку правильно вдасться спрогнозувати очікувані зміни валютного курсу.

Принципи здійснення валютної спекуляції передбачають:

- тривале підтримання довгої валютної позиції у валюті, курс якої має тенденцію до зростання, або короткої, якщо спостерігається її знецінення;

- цілеспрямована купівля або продаж валюти з метою створення ажіотажного попиту чи пропозиції на валютному ринку;
- здійснення валютних операцій банками на базі власних котирувань.

Валютна інтервенція — це операції центрального банку з іноземною валютою на валютних ринках за одночасного запровадження обмежень у сфері валютних операцій на внутрішньому ринку.

У разі падіння курсу національної валюти, центральний банк країни продає на валютних ринках, як правило, значні суми іноземної валюти, що призводить до зростання попиту на національну валюту та підвищення курсу національної валюти щодо іноземної, навпаки, скуповування іноземної валюти спричинює падіння курсу національної.

Використання механізму валютної інтервенції 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, що її проводять, значних валютних резервів і можливе тоді, коли невірноваженість платіжного балансу незначна й характеризується періодичною зміною пасивного сальдо на активне. Інакше проведення валютних інтервенцій загрожує не тільки повним виснаженням валютних резервів, а й розладнанням грошового обігу країни.

Контрольні питання

1. Охарактеризуйте особливості функціонування валютного ринку.
2. Визначте основних учасників валютного ринку.
3. Класифікація основних сегментів валютного ринку.
4. У чому полягає відмінність курсу спот і курсу форвард?
5. Охарактеризуйте основні умови здійснення валютних операцій.
6. Охарактеризуйте види валютного курсу за критеріями.
7. Які існують види валютного ризику?
8. Визначте основні інструменти операцій на валютному ринку.
9. Відмінність форвардних контрактів і валютних ф'ючерсів.

10. Визначте послідовність ф'ючерсної операції.
11. Охарактеризуйте різні види опціонів.
12. Визначте послідовність операції з опціонами.
13. Відмінність біржових і позабіржових опціонів.
14. Визначте сутність і поясніть техніку здійснення операції своп.
15. Порівняйте принципи використання форвардних контрактів і валютних ф'ючерсів для хеджування валютних ризиків.
16. Функції спекулятивних операцій на валютному ринку.
17. Поясніть сутність механізму та мету валютних інтервенцій.

Література

1. Декрет КМУ “Про систему валютного регулювання та валютного контролю” від 19.02.93.
2. Ачкасов А. И. Типы валютных операций и другие виды сделок на международных денежных рынках. — М.: Консалт-банк, 1994.
3. Боринець С. Я. Міжнародні фінанси. — К., 2001.
4. Де Ковни Ш., Такки К. Стратегии хеджирования: Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 1996.
5. Доминик Сальваторе. Международная экономика. — М., 1998.
6. Міжнародні валютно-кредитні відносини. — К., 1997.
7. Міжнародні фінанси / За ред. Н. О. Рогача. — К., 2003
8. Мировые финансы / Максимо Энг и др. — М., 1998.
9. Носкова И. Я. Финансовые и валютные операции. — М.: ЮНИТИ, 1996.
10. Сурен Лизелотт. Валютные операции. Основы теории и практики. — М.: Дело, 1998.
11. Хэррис Дж. Международные финансы. — М., 1996.
12. Шемет Т. С. Міжнародні фінанси. — К., 2000.
13. Ющенко В. А., Міщенко В. І. Управління валютними ризиками: Навч. посіб. — К.: Знання, 1998.

Частина III

Рух фінансових ресурсів у міжнародній платіжній системі

Розділ 6. Міжнародна платіжна система

6.1. Принципи побудови та функціонування міжнародної платіжної системи

У річному звіті Банку міжнародних розрахунків зазначено, що “платіжні й розрахункові операції для господарської діяльності є тим самим, що й дороги для дорожнього руху”. У сфері міжнародних фінансів розрахунки між суб’єктами господарювання створюють потужні грошові потоки, під час яких передача власності на кошти від однієї сторони до іншої супроводжується однією або кількома змінами власності на депозити в банках. Ці зміни відображаються бухгалтерськими записами на рахунках у центральних і комерційних банках. Записи здійснюються відповідно до платіжної інформації, яка рухається каналами платіжної системи між користувачами та банками, між банками, між банками та центральними банками. Сучасними платіжними системами здебільшого керує банківський сектор, надаючи своїм клієнтам відповідні платіжні послуги. У цьому разі, банки відіграють роль фінансових посередників, беруть на себе зобов’язання щодо міжбанківських платежів і розрахунків.

Платіжні послуги банків — це сукупність механізмів, які дають змогу суб’єктам міжнародної економіки забезпечувати переказування коштів для розрахунку за платіжні зобов’язання, що виникають між ними під час придбання матеріальних або фінансових ресурсів. Рух коштів здійснюється в межах міжбанківської міжнародної платіжної системи. У разі виконання міжнародних платежів потоки повідомлень і бухгалтерських проведень охоплюють широкую та розгалужену багатонаціональну мережу банків, які діють у межах своїх національних платіжних систем.

Міжнародна платіжна система — це сукупність платіжних інструментів, банківських процедур і міжбанківських систем переказування коштів між країнами, поєднання яких забезпечує грошовий обіг у міжнародній економіці в сукупності з інституційними та організаційними правилами та процедурами, що регламентують використання цих інструментів і механізмів.

Процес розрахунків передбачає переказування визначеної суми з банку платника в банк одержувача платежу. Для проведення розрахункових операцій два банки-учасники повинні мати кореспондентські рахунки між собою або з третім банком.

Кореспондентські рахунки відкриваються на підставі укладеної між банками кореспондентської угоди для відображення розрахунків, що здійснюються однією кредитною установою за дорученням та за рахунок іншої.

Виокремлюють два типи кореспондентських рахунків, що обслуговують міжнародні розрахунки:

- рахунки “ностро” — рахунок певного банку в банку-кореспонденті;
- рахунки “лоро” — рахунок банку-кореспондента, який банк відкриває в себе.

Міжбанківські перекази здійснюються у зв’язку з платежами, ініційованими клієнтами банку, і в разі необхідності врегульовують зобов’язання одного банку перед іншим.

Процес міжбанківського переказу має три стадії: I стадія — передавання платіжних документів; II — опрацювання платіжних документів; III стадія — розрахунок за платіжними документами.

Банки-нерезиденти беруть участь у національних міжбанківських системах грошових переказів:

- через банки-кореспонденти;
- безпосередньо через свої відділення, які зареєстровані в країні розташування, де треба виконати платіж;
- через філії в країні, де треба виконати платіж.

Відділення чи філії можуть мати власні рахунки в центральному банку країни.

Структура міжнародної платіжної системи включає зв’язки на рівні небанківських установ і банків у різних країнах, але не на рівні центральних банків чи розрахункових палат.

Платежі в будь-якій валюті здійснюються через банки, які зареєстровані та розташовані в країні, де ініціюється відповідний платіж, або через відділення чи філії іноземних банків цієї самої країни. Суб'єкти господарювання користуються рахунками в іноземній валюті, відкритими в зарубіжних банках, або здійснюють платіж у будь-якій країні.

Послугами центральних банків досить часто користуються у сфері міжнародних платежів. Національні центральні банки мають зарубіжні відділення, філії та системи коррахунків у іноземних банках-кореспондентах, що й використовують для здійснення транскордонних акцій.

Серед приватних організацій, що діють у міжнародній платіжній системі для передавання даних про транскордонні платежі, найчастіше використовують спеціалізовану корпоративну компанію SWIFT, яка є власністю банків.

Товариство світових міжбанківських фінансових телекомунікацій (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication — SWIFT) є найбільшою міжнародною мережею, яка пов'язує національні клірингові та банківські системи, утворюючи всесвітню фінансову систему телекомунікацій.

Членами SWIFT можуть бути банки, які уповноважені виконувати міжнародні банківські операції і розташовані в країні, яка має регіональний процесинговий центр. Члени SWIFT зобов'язані дотримуватися його статуту та сплачувати витрати, пов'язані із вступом і роботою у SWIFT.

Завданнями цього товариства є планування, побудова та функціонування міжнародної мережі комунікацій стандартизованими повідомленнями в міжнародних банківських операціях між його членами.

SWIFT є лише системою передавання даних (транспортною системою) і не виконує жодних розрахункових функцій. Доручення, які передаються за її допомогою, ураховуються як проведення за відповідними рахунками “лопо” та “ностро” так само, як і при використанні традиційних платіжних документів.

Усі платіжні інструкції та інші повідомлення вводяться в систему в стандартизованому форматі, який спрощує сприйняття повідомлень одержувачем та їх автоматизоване оброблення. Використовують три основні види стандартів SWIFT: текст повідомлення, адреси та коди валют.

6.2. Інструменти міжнародних розрахунків

Безготівкові платіжні інструменти, які використовуються під час здійсненні міжнародних платежів, поділяються на засновані на принципах дебетових переказів і принципах кредитових переказів.

На принципах дебетових переказів засновані:

Міжнародні розрахунки

- чеки;
- векселі;
- поштові перекази;
- прямі дебетові списання.

На кредитових переказах засновані:

Міжнародні розрахунки

- доручення на кредитові перерахування;
- доручення на перекази в системі платежів SWIFT.

Особлива форма інструментів, що поєднує принципи кредитового та дебетового переказу, — кредитні картки.

Чек — це письмова безумовна пропозиція чекодавця платнику здійснити платіж зазначеної в чеку грошової суми чековласнику. Чек виписує банк або спеціальна фірма (наприклад, American Express) на свою закордонну філію або банк-кореспондент.

Форми та реквізити чеків регулюються нормами женецьких чекових конвенцій, англо-американською системою права та національним законодавством, тому при використанні чека необхідно враховувати розбіжності між цими правовими системами. Для міжнародних платежів неторгового характеру використовують дорожні чеки та єврочеки.

Дорожній чек — це платіжний документ, який видає банк, наказ сплатити зазначену суму валюти власнику чека. Дорожні чеки найчастіше оплачуються за спеціальним валютним курсом і передбачають сплату комісійних.

Єврочек — це чек у єрвалюті, який виписується банком та оплачується в країні — учасниці системи “Єврочек” за умови надання його власником гарантійної картки.

Вексель — це платіжний інструмент дебетового характеру. Використовується два різновиди векселя: простий (соло) і переказний (тратта).

Простий вексель (соло) — це письмове безумовне зобов’язання боржника сплатити зазначену суму пред’явнику векселя або особі, яка вказана у векселі, у вказаний термін або на вимогу.

Переказний вексель (тратта) — це письмова безумовна вказівка векселедавця (трасанта) боржнику (трасату) сплатити зазначену суму в зазначений термін у певному місці. Платником за траттою є не векселедавець, а інша особа, яка шляхом акцепту тратти зобов'язується сплатити за векселем. Акцепт оформлюється написом “акцептований” на лицьовому боці бланка векселя та підписом платника за векселем, який стає вексельним боржником.

Тратта є обіговим платіжним інструментом. Передача вимог за векселем оформлюється шляхом індосаменту — спеціального передатного напису на зворотному боці вексельного бланка.

Зобов'язання за векселем можуть бути гарантовані третьою особою шляхом оформлення спеціального вексельного поручництва — авалю, що оформлюється гарантійним написом на лицьовому боці векселя та підписом аваліста.

У разі несплати за векселем при пред'явленні його власником здійснюється регрес вимоги. Право регресу проти трасата, індосантів та авалістів реалізується тільки за наявності підтвердження відмови сплати за векселем спеціальним документом — протестом у неплатежі, який видається уповноваженими державними установами.

Вексель можна пред'явити в банк для обліку або отримання кредиту під його заставу.

При обліку векселя банк вираховує із суми векселя дисконт і записує в кредит рахунка клієнта фактичну вартість векселя, зменшену на суму дисконту та зборів номінальну вартість векселя.

Форма та реквізити векселів визначаються нормами національного законодавства та міжнародного права. Вексельне право, нормами якого регулюються міжнародні розрахунки, ґрунтується на Одноманітному вексельному законі, прийнятому на підставі Женевської вексельної конвенції 1930 р., англо-саксонському праві та національному вексельному праві. В Україні 2001 р. прийнято закон про вексельний обіг, який базується на нормах Одноманітного вексельного закону. Під час здійснення міжнародних розрахунків із використанням векселів необхідно враховувати розбіжності між різними системами вексельного права та в зовнішньоекономічному контракті зазначити, на підставі якої із систем будуються розрахункові відносини.

Банківський переказ — це розрахункова операція, що здійснюється шляхом пересилання у банк-кореспондент платіжного доручення, складеного на підставі заяви клієнта. Відповідно до способу пересилання виокремлюють телеграфні та поштові перекази.

Телеграфний або електронний перекази — це платіжний інструмент, який передбачає, що покупець платить банку валюту, а банк переказує телеграфом або електронним зв'язком платіжні інструкції банку-кореспонденту, який зберігає валютний депозит. Система SWIFT дає змогу збільшити швидкість передавання та точність повідомлення, які банки передають один одному.

Поштовий переказ є альтернативою телеграфному. Інструкції надсилаються поштою або банкір надає покупцю банківську тратту на пред'явника, а покупець направляє її поштою продавцю (одержувачу платежу).

Пластикова картка — це платіжний інструмент, який передбачає здійснення безготівкового платежу або отримання готівки в банківських філіях або банкоматах.

З розвитком карткових систем зростає кількість видів пластикових карток, які різняться за призначенням, функціональними та технічними характеристиками.

З точки зору механізму розрахунків виокремлюють дво- та багатосторонні карткові системи. Двосторонні карткові системи передбачають замкнену мережу розрахунків, яку контролює емітент карток. Багатосторонні системи надають власникам карток можливість використовувати їх у різноманітних закладах, які визнають ці картки як платіжний інструмент.

За функціональними характеристиками розрізняють кредитні та дебетові картки.

Кредитні карти дають змогу користуватися кредитною лінією банку, який їх емітував. До кредитних карток належать банківські кредитні картки та картки туризму і розваг. Вони поділяються на корпоративні та індивідуальні.

Дебетові картки призначені для отримання готівки в банківських автоматах або для купівлі товарів і послуг, шляхом розрахунків через електронні термінали.

Лідером світового карткового бізнесу є компанії Master Card International та Europay International.

Учасники міжнародних розрахунків стикаються з ризиком втрат через невизначеність щодо остаточного виконання фінансових зобов'язань їх партнерами. Розрізняють **фінансові** та **нефінансові ризики**. Основними видами фінансових ризиків є:

- кредитний ризик, пов'язаний із можливою неплатоспроможністю учасника операції, який має переказати кошти;

- ризик ліквідності, пов'язаний із можливістю несвоєчасного виконання зобов'язань через труднощі з ліквідністю;
- часовий ризик, зумовлений перебуванням учасників розрахунку в різних часових поясах національних платіжних систем.

Контрольні питання

1. Визначення міжнародної платіжної системи.
2. Поясніть роль SWIFT у функціонуванні міжнародної платіжної системи.
3. Охарактеризуйте основні інструменти, які використовуються при здійсненні міжнародних платежів.
4. Охарактеризуйте види ризиків, які супроводжують міжнародні розрахунки.

Література

1. *Боринець С. Я.* Міжнародні фінанси. — К., 2001.
2. *Лысенков Ю. М., Педь И. В.* Расчеты во внешней торговле. — К., 2003.
3. *Міжнародні розрахунки та валютні операції: Навч. посіб. / О. І. Береславська, О. М. Наконечний, М. Г. Пясецька та ін.; За заг. ред. М. І. Савулка.* — К.: КНЕУ, 2002.
4. *Міжнародні фінанси / За ред. Н. О. Рогача.* — К., 2003.

Розділ 7. Організація міжнародних розрахунків

7.1. Загальні умови здійснення міжнародних розрахунків

Міжнародний платіж передбачає дії щодо виконання зобов'язань платника, які були взяті ним під час укладання зовнішньоекономічної угоди.

Відповідний розділ контракту містить спосіб розрахунку, що передбачає видачу зобов'язання та перерахунок коштів, формує сукупність платіжних умов. До основних платіжних умов відносять: валюту ціни та валюту платежу, термін платежу, спосіб платежу, форму розрахунку, валютні застереження.

Необхідно розрізнити спосіб виконання покупцем своїх платіжних зобов'язань перед продавцем і характер інструментів розрахунку чи спосіб розрахунку, за допомогою яких комерційні банки здійснюють трансферт коштів з однієї країни до іншої (табл. 9).

Таблиця 9

Різновиди міжнародних платежів і розрахунків

Спосіб платежу	Спосіб розрахунку
<ol style="list-style-type: none">1. Авансовий2. Негайний (платіж після відвантаження)3. У кредит	<ol style="list-style-type: none">1. Банківський переказ:<ul style="list-style-type: none">• телеграфне/телексне платіжне доручення;• пошта (авіа, кур'єрська);• бездокументарна система передачі даних SWIFT2. Чек.3. Вексель.4. Кредитні картки.5. Відкритий рахунок.6. Інкасо.7. Акредитив

Авансовий платіж передбачає отримання експортером платежу перед відвантаженням товару і є для нього найбезпечнішим і найпривабливішим. **Оплата після відвантаження** передбачає повідом-

лення експортером імпортера про факт відвантаження та негайне переказування імпортером коштів.

Оплата в кредит передбачає відстрочення платежу, яку надає постачальник платнику.

Оплата за відкритим рахунком передбачає надання експортером товаророзпорядчих документів безпосередньо імпортеру та відкриття рахунка, у кредит якого записується сума поставки. У передбачені угодою терміни імпортер перераховує на цей рахунок кошти.

Інкасо (платіж проти документів) — це доручення експортера банку отримати від імпортера платіж безпосередньо або через інший банк проти пред'явлених товаророзпорядчих документів.

Застосування інкасо в міжнародних розрахунках регулюється “Уніфікованими правилами з інкасо”, розробленими Міжнародною торговою палатою (редакція 1993 р. — публікація МТТ № 522).

Організація розрахунку у формі інкасо передбачає такі кроки:

- постачання товару експортером на підставі та на умовах укладеного зовнішньоторговельного контракту;
- передача експортером банку (банку-ремітенту) інкасового доручення та товаророзпорядчих документів;
- перевірка банком документів і передача їх банку імпортера (інкасуєчому банку);
- пред'явлення інкасуєчим банком отриманих документів на умовах “проти платежу” або “проти акцепту”;
- здійснення платежу імпортером і переказування коштів на рахунок експортера в його банку.

Акредитив — це зобов'язання банку здійснити за вказівкою та за рахунок імпортера платіж експортеру або акцептувати його тратти проти наданих експортером товаророзпорядчих документів.

Застосування акредитива в міжнародних розрахунках регулюється “Уніфікованими правилами та звичаями для документарних акредитивів”, розробленими Міжнародною торговою палатою (редакція 1993 р. — публікація МТТ № 500).

Організація розрахунку у формі акредитива передбачає такі кроки:

- повідомлення експортера про готовність до відвантаження відповідно до умов укладеного контракту;
- надання імпортером банку (банку-емітенту) доручення на відкриття акредитива;

- повідомлення банком-емітентом банку експортера (банку-кореспондента) про відкриття акредитива;
- постачання товару та передача товаророзпорядчих документів банку-кореспонденту;
- передавання документів банку-емітенту та їх перевірка на відповідність вимогам акредитивного доручення;
- передавання документів імпортеру та переказування коштів з акредитива на рахунок експортера в його банку.

Існують різноманітні види акредитивів, які можна класифікувати за такими критеріями:

за способом використання:

- документарні, що використовуються для розрахунків за товари з наданням комерційних і товаророзпорядчих документів;
- грошові, які не передбачають надання документів;

за способом повідомлення бенефіціара про відкриття акредитива:

- прямо авізовані, що направляються банком-емітентом безпосередньо бенефіціару;
- попередньо авізовані авізуються банком-кореспондентом;

за гарантованістю платежу:

- відкличні, що можуть бути відкриті в будь-який час без повідомлення бенефіціара;
- невідкличні, що не можуть бути відкриті без згоди всіх зацікавлених сторін;
- підтвержені іншим банком із узяттям ним зобов'язань за акредитивом;
- непідтвержені;

за наявністю можливості здійснювати додаткові поставки:

- подільні;
- неподільні;

за місцем і суб'єктом виконання:

- акредитиви, що виконуються банком-емітентом у країні імпортера;
- акредитиви, що виконуються авізуючим або підтверджуючим банком у країні експортера;
- акредитиви, що виконуються за участю третього банку;

за характером зовнішньоторговельної діяльності:

- акредитиви на імпорт, які відкриваються українськими банками за дорученням українського імпортера;

- акредитив з експорту передбачає відкриття банком акредитива з експорту в країні експортера на рахунок імпортера, який розташований в іншій країні. У разі використання акредитива з експорту банк продавця здійснює функції авізування, підтвердження та ведення переговорів щодо акредитива та бере на себе відповідальність перед експортером;

за способом виконання:

- акредитиви, що виконуються шляхом платежу за пред'явленням;
- акредитиви, що виконуються шляхом акцепту;
- акредитиви, що виконуються шляхом платежу з відстроченням;
- акредитиви, що виконуються шляхом неогоціації;

за наявністю депонованих коштів у підтверджуючого банку:

- покриті;
- непокриті;

за наявністю інших бенефіціарів:

- акредитиви переказні (трансфобельні);
- акредитиви непереказні.

Крім зазначених форм, існують спеціальні форми (конструкції) акредитива, які різняться обсягом забезпечення та моментом узяття ризику: компенсаційний, зустрічний, резервний (стендбай), револьверний (відновлювальний), з чорною смугою. Розглянемо переваги та недоліки використання основних способів платежу (табл. 10).

Таблиця 10

Переваги та недоліки використання основних способів платежу та розрахунків

Банківський переказ	
переваги	недоліки
1. Спрощеність процедури розрахунку. 2. Невисока вартість. 3. Швидкість здійснення розрахункової операції	1. Значний ризик неплатежу для експортера. 2. Значний ризик для імпортера під час сплати авансового платежу

Інкасо	
переваги	недоліки
1. Ураховуються інтереси обох сторін (імпортера та експортера) 2. Незначні витрати у ході проведення розрахунку 3. Банки можуть контролювати процес розрахунку	1. Походження документів збільшує тривалість процесу розрахунку 2. Значний ризик неплатежу для експортера через неплатоспроможність імпортера
Акредитиви	
переваги	недоліки
1. ураховуються інтереси обох сторін 2. Відсутній ризик неплатежу	1. Висока вартість операції за рахунок банківських комісій 2. Проходження документів через банки збільшує тривалість процесу розрахунку
Кредитні картки	
переваги	недоліки
Спрощеність процедури розрахунку та обліку платежів	Обмежена сфера використання

7.2. Валютні кліринги в міжнародних розрахунках

Втручання держави у сферу міжнародних платежів проявляється в періодичному використанні *валютних клірингів*, при застосуванні яких взаємні розрахунки між резидентами двох або кількох країн здійснюються через залік зустрічних вимог, а платежі валютою — лише на суму різниці в товарних поставках і наданих послугах. Валютний кліринг спочатку використовувався лише для зовнішньоторговельних розрахунків, а згодом був поширений на операції неторговельного характеру й на інші платежі, що виникають унаслідок економічних зв'язків між окремими країнами та економічними угрупованнями.

У практиці міжнародних розрахунків розрізняють дво-, три- і багатосторонні кліринги. Найбільшого поширення набули двосторонні кліринги, при яких залік зустрічних вимог і зобов'язань відбувається між двома країнами. Першу таку клірингову угоду підписали Швейцарія та Угорщина 1931 р., а до березня 1935 р. було

підписано 74 клірингові угоди, станом на 1937 р. діяло 169 таких угод. Загалом до середини 50-х років ХХ ст. близько 60 % міжнародних розрахунків (без урахування країн соціалістичного табору) здійснювалося через валютні кліринги.

Багатосторонній валютний кліринг відрізняється від двостороннього тим, що замість взаємних вимог, зобов'язань і взаємне збалансування міжнародних платежів здійснюються між всіма країнами — учасниками клірингової угоди. Уперше подібний кліринг діяв з червня 1950 р. до грудня 1958 р. у формі Європейського платіжного союзу (ЄПС), в якому брали участь 17 країн Західної Європи. Незважаючи на труднощі та незгоди міждержавних суперечностей, ЄПС загалом успішно справився з нелегкою роллю, пов'язаною з функціонуванням багатостороннього клірингу, скоротивши завдяки взаємному заліку обсяг взаємних вимог на 45 % і заощадивши значні золотовалютні резерви країн — членів зазначеного союзу.

З 1958 р. у зв'язку з підвищенням ступеня оборотності валют країн з розвинутою ринковою економікою частка клірингових розрахунків у загальному обсязі платежів стала поступово та неухильно знижуватися. Незважаючи на таку тенденцію у вересні 1985 р. в результаті трирічних переговорів між найбільшими європейськими комерційними банками було створено багатосторонній кліринг для взаємного заліку вимог і зобов'язань, пов'язаних з операціями в ЕКЮ.

Єдиний в історії Міжнародний проект клірингового союзу розробив Кейнс у квітні 1943 р. За його задумом Міжнародний кліринговий союз (МКС) мав бути призначений для взаємного заліку вимог і зобов'язань країн нової валютної системи і міждержавного валютного регулювання. Кейнс розглядав міжнародний кліринг як інституцію міжнародного уряду з економічних питань і як засіб подолання тогочасних міжнародних суперечностей. Однак цей проєкт не знайшов підтримки на Бреттон-Вудській міжнародній конференції через позицію США.

Клірингові розрахунки почали широко застосовуватися в багатосторонніх взаємних розрахунках країн, що розвиваються, у межах їх економічних і валютних угруповань. Так, на початку 90-х років ХХ ст. 87 країн, що розвиваються, уклали 148 двосторонніх клірингових угод. Крім того, діє чотири багатосторонні кліринги, які охоплюють 13 країн Латинської Америки, 8 — Карибського басейну, 13 — Західної Африки, 7 — Азії.

У 1961 р. створено багатосторонній кліринг країн — членів Центральноамериканського спільного ринку — Центральноамериканська розрахункова палата. З метою розвитку взаємної торгівлі країн Азії й Тихого океану з 1975 р. функціонує Азіатський кліринговий союз (АКС). В економічному співтоваристві країн Західної Африки в липні 1976 р. замість двосторонніх клірингових угод створено багатосторонній кліринг у складі центральних банків ряду країн Африки.

Досить активно систему дво- і багатостороннього клірингу свого часу використовували країни — члени Ради економічної взаємодопомоги. Двосторонній валютний кліринг діяв тут до 1963 р., коли було підписано угоду про запровадження багатостороннього клірингу, в якому спочатку брали участь вісім соціалістичних країн, згодом до них приєдналися ще дві. З 1991 р., з початком активного впровадження ринкових відносин, система багатостороннього клірингу припинила існування.

Загалом валютні кліринги двоїсто впливають на розвиток зовнішньої торгівлі. З одного боку, вони пом'якшують негативні наслідки валютних обмежень, надаючи змогу країнам-експортерам використовувати валютну виручку, а з іншого — у клірингових розрахунках зовнішньоторговельний оборот необхідно регулювати з кожною країною окремо, а валютну виручку можна використовувати лише в тій країні, з якою укладено клірингову угоду. Крім того, замість виручку в конвертованій валюті експортери за поставлені товари та надані послуги одержують національну валюту. Спочатку це було причиною пошуку країнами різних обхідних шляхів щодо дотримання клірингових угод, а згодом з лібералізацією міжнародних економічних відносин валютний кліринг між розвиненими країнами значно скоротився, а з часом фактично припинив своє існування.

Контрольні питання

1. Які форми розрахунків використовуються в міжнародних розрахунках?
2. Охарактеризуйте основні види акредитива.
4. Поясніть, чому в міжнародних розрахунках набуває поширення практика використання кредитних карток?

5. Порівняйте переваги та недоліки використання основних форм розрахунків для експортера та імпортера.
6. Поясніть специфіку міжнародних розрахунків на основі валютних клірингів.

Література

1. Закон України “Про порядок здійснення розрахунків в іноземній валюті”.
2. *Про типові* платіжні умови зовнішньоекономічних (договорів) контрактів та типові умови захисних застережень у зовнішньоекономічних контрактах, що передбачають розрахунок в іноземній валюті: Постанова КМУ та НБУ.
3. *Про порядок* здійснення розрахунків в іноземній валюті за експортно-імпортними операціями на умовах відстрочки платежів чи поставок: Інструкція НБУ.
4. *Боринець С. Я.* Міжнародні фінанси. — К., 2001.
5. *Міжнародні* валютно-кредитні відносини: Підручник / За ред. А. С. Філіпенка. — К., 1997.
6. *Міжнародні* фінанси / За ред. Н. О. Рогача. — К., 2003
7. *Международные* расчеты и гарантии / Под ред. Д. М. Михайлова. — М.: ФБК-Пресс, 1998.
8. *Международные* расчеты по коммерческим операциям. Ч. 1: Акредитив; Ч. 2: Инкассо. Перевод; Ч. 3: Определение оптимальных форм и условий расчетов. Типовые условия платежей по экспорту и импорту. Гарантии (Серия “Международный банковский бизнес”). — М.: Консалтбанкир, 1994.
9. *Платіжна* система / В. А. Ющенко та ін. — К., 1998.
10. *Слепов В. А., Гордиенко В. И.* Международные торговые расчеты. — М.: ФБК-Пресс, 1998.
11. *Ющенко В. А., Міщенко В. І.* Валютне регулювання. — К., 1999.

Міжнародні позики та їх перерозподіл у світовій економіці

Розділ 8. Міжнародний приватний кредит: види та умови надання

Міжнародний рух позикового капіталу зумовлений закономірностями так званої міжчасової торгівлі, наявністю у країн-реципієнтів міжчасових порівняльних переваг, які формують різницю в рівнях доходу на капітал у різних країнах. Країна, яка має потенційні можливості стосовно збільшення обсягу виробництва в майбутньому (має порівняльні переваги щодо інших країн), матиме низьку граничну вартість майбутнього споживання та високу реальну відсоткову ставку. Для такої країни вигідним є залучення капіталу в країнах без таких порівняльних переваг, внаслідок чого в них висока гранична вартість майбутнього споживання та низька реальна відсоткова ставка.

Глобалізація економіки суттєво впливає на діяльність кредитних інститутів як національного, так і транснаціонального рівня. Вплив глобалізації на процеси міжчасової торгівлі знаходить свій концентрований вираз у зростанні потужності потоків міжнародного позичкового капіталу, в його динаміці, особливостях характеру, форм і напрямів руху. У 1980 р. обсяг міжнародного кредиту становив близько 340 млрд дол. США, 1991 р. незважаючи на боргову кризу він зріс до 7,5 трлн дол., а на середину 2001 р. досяг понад 8 млрд дол., що свідчить про прискорення темпів зростання обсягів міжнародного кредиту.

Суб'єктами відносин міжнародного кредиту є учасники зовнішньоторговельних операцій: банки, ТНК, уряди, міжнародні організації.

Джерела ресурсів, які використовуються в міжнародному кредитуванні позичальників, різноманітні: це кошти, залучені банками на депозит; запозичені кошти; власний капітал. Міжнародний кредит передбачає використання як приватних фінансових ресурсів, так і офіційних фінансових ресурсів міжнародних організацій.

Міжнародний кредит є розгалуженою системою різноманітних механізмів отримання фінансових ресурсів, які породжують відно-

сини боргу та передбачають спрямування національного позикового капіталу за кордон у розпорядження іноземного банку або залучення іноземного капіталу. Провідними сучасними формами механізмів міжнародного кредиту є комерційний кредит, міжнародний банківський кредит та емісія боргових цінних паперів.

8.1. Міжнародний комерційний кредит

Комерційний кредит (фірмовий) є формою зовнішньоторговельного кредиту та передбачає надання експортером позички імпортеру в товарній формі на умовах відстрочення платежу.

Умови отримання кредиту — це складний комплекс різних показників. На їх формування суттєво впливають напрями використання кредитних ресурсів, характер суб'єктів кредитних відносин, рівень інтернаціоналізації кредитних ринків та їх підпорядкованість національному кредитному контролю. Основними показниками серед умов міжнародного кредиту є вартість його, строк, на який він надається, та валюта кредиту.

Умови надання комерційного кредиту багато в чому зумовлені використанням його в маркетингових цілях з метою просування товару на зарубіжний ринок.

Суттєвим показником при наданні кредиту є сума (ліміт) кредиту — частина позикового капіталу, яку надано в товарній або грошовій формі. Сума та вартість фірмового кредиту фіксується в укладеному комерційному контракті. Кредит надається у сумі 60–85 % вартості контракту, решту імпортер сплачує у вигляді авансових або готівкових платежів.

Відсоток у комерційному кредитуванні встановлюється залежно від низки чинників:

- співвідношення суми кредиту та вартості поставки;
- економічного ефекту, що його отримує покупець від придбаного товару;
- кон'юнктури на ринку кредиту;
- характеру та умов фінансування зовнішньоторговельної угоди експортером.

Вартість комерційного кредиту може складатися зі ставки за кредит і так званого прихованого відсотка, який за своїм економічним змістом є часткою відсотка, закладеного в ціну товару.

Максимально припустимі терміни комерційного кредиту визначаються національним законодавством і міжнародними угодами, зокре-

ма Бернською угодою. Проте конкуренція серед експортерів спонукає їх до пошуку шляхів подовження термінів кредиту, що передбачає:

- маніпулювання моментом початку кредитування (з моменту поставання, виплати авансу імпортером, поставки всієї партії, з дат підписання контракту);
- внесення постачальником гарантійного депозиту при отриманні ліцензії або відкриття акредитива за імпортера;
- подовження терміну пільгового періоду першого платежу після поставання і ін.

Комерційне кредитування обов'язково супроводжується додатковим страхуванням ризику неплатежу у вигляді банківської гарантії.

Фірмовий кредит має кілька різновидів: вексельний кредит, аванс покупця, кредит за відкритим рахунком. Фірмові кредити найчастіше реалізують за допомогою векселя або за відкритим рахунком.

Вексельний кредит передбачає, що експортер, уклавши договір про продаж товару, виставляє переказний вексель на імпортера, який з одержанням комерційних документів, акцентує його, дає згоду на оплату в термін, який на ньому зазначено.

Кредит за відкритим рахунком проводять через банки імпортера та експортера. Експортер та імпортер укладають боргову угоду, згідно з якою перший записує на рахунок останнього як його борг загальну вартість відвантажених товарів із заліком відсотків, які нараховуються, а імпортер зобов'язується в термін, зазначений в угоді, погасити суму кредиту та сплатити відсотки.

У разі фірмового кредиту імпортер часто сплачує так званий **аванс покупця** експортеру в розмірі, який найчастіше становить 10–20 % вартості поставки у кредит, що є своєрідним зобов'язанням взяти товари, які поставляються у кредит.

Зв'язок фірмового кредиту з банківським полягає в тому, що хоча фірмовий і відображає відносини між постачальником і покупцем, він, як правило, передбачає участь банківських коштів насамперед у вигляді рефінансування комерційного кредиту.

Під час продажу машин, устаткування фірмовий кредит надається на триваліші терміни (до семи років), а тому експортеру потрібні значні кошти, що змушує його звернутися до банківського кредиту або рефінансувати свій кредит у банку.

До початку 60-х років ХХ ст. фірмові кредити були основною формою зовнішньоторговельного кредиту і за своїм вартісним обсягом більше як удвічі перевищував банківський експортний кредит.

Але швидкий розвиток міжнародної торгівлі, необхідність імпортування взаємопов'язаної продукції одночасно кількома постачальниками, збільшення термінів кредиту продемонстрували, що фірмовий кредит має низку недоліків. Серед них, з точки зору імпортера, найсуттєвішими є такі: обмежені терміни кредиту, порівняно незначний обсяг кредиту, “прив’язаність” імпортера до продукції фірми постачальника. Тому зі зростанням масштабів міжнародної торгівлі і з її диверсифікацією частка фірмових кредитів у загальній сумі зовнішньоторговельного кредиту почала зменшуватися, поступаючись місцем банківському зовнішньоторговельному кредиту.

Банківський зовнішньоторговельний кредит має, з погляду імпортера, певні переваги перед фірмовим кредитом, а саме: більше можливостей для маневрування у виборі постачальника певної продукції; більш тривалі терміни кредиту; більші обсяги поставок за кредитом; порівняно нижча вартість кредиту.

Щоб прийняти рішення щодо комерційного кредиту, необхідно оцінити:

- вартість кредиту;
- особливості організації виплат за кредитом.

Для прийняття рішення щодо комерційного кредиту та порівняння переваг умов кредитування необхідно вирахувати його вартість для позичальника. Ціна комерційного кредиту відображає всі витрати імпортера, пов’язані з отриманням відтермінування платежу та складається з витрат, класифікацію яких наведено в табл. 11.

Таблиця 11

Класифікація витрат за кредитом

Класифікаційні ознаки	Види витрат
Основні	Відсотки за кредитом
Додаткові	<ul style="list-style-type: none"> • комісії за гарантії, надані банком, поручителем; • комісії за інкасо; • витрати за акредитивом
Штафельні	<ul style="list-style-type: none"> • відсотки за кредитом; • вартість страхування ризиків
Одноразові	Витрати з оформлення
Договірні	Відсотки за кредитом
Приховані	Гербовий збір при використанні векселів

До основних витрат належать доходи кредитора, до додаткових — витрати позичальника, що становлять, як правило, доходи третіх осіб (банків, поручителів, страхових компаній та ін).

До штафельних витрат належать елементи вартості, які пропорційні сумі та терміну кредиту й виражаються у відсотках річних. Одноразові витрати не пропорційні терміну кредиту та можуть бути непропорційні вартості кредиту. Їх величину можна визначити фіксацією певної суми або через відсотки до суми кредиту.

Через одноразові витрат, які стягуються пропорційно сумі кредиту або вартості забезпечення, незалежно від терміну використання кредиту, вартість кредиту зростає в разі коротких термінів. Тому під час прийняття рішення щодо користування кредитом необхідно визначити рентабельність кредиту на основі розрахунку очікуваного середнього капіталу.

Для позичальника дуже важливо, щоб усі витрати, пов'язані із кредитом, були враховані, коли приймають рішення про доцільність використання кредиту з метою фінансування певної зовнішньоторговельної операції.

Фактично до вартості комерційного кредиту має бути повністю зарахована вся різниця між вартістю товару в разі придбання його на умовах негайної оплати та вартістю товару, якщо оплата здійснюється на умовах кредиту (включаючи витрати за користування кредитом, накладні витрати з доставки товару).

Методика розрахунку вартості комерційного кредиту передбачає визначення відсоткового співвідношення усіх витрат, пов'язаних із отриманням кредиту, та величини коштів, які використовуються позичальником. Метод зіставлення цих показників для різних умов кредитування передбачає таку послідовність дій:

- 1) вираховується відсоткове число — заборгованість за кредитом множать на кількість днів користування кредитом (валюто-днів). Якщо заборгованість змінюється протягом періоду використання кредиту (кредит погашається частинами), суми відсоткових чисел за одним кредитом додаються;
- 2) визначається умовно середній капітал, який вказує, якою сумою кредиту користувався позичальник протягом одного року — суму відсоткових чисел ділять на 360 (днів у році);
- 3) вираховується річний відсоток — усі витрати за кредитом множать на 100 і ділять на умовно середній капітал.

Рішення про залучення комерційного кредиту ґрунтується на оцінці не лише вартості кредиту, а й особливостей організації процесу

кредитування. Ці особливості можуть створити певні переваги для позичальника та зробити умови комерційного кредитування привабливішими для нього порівняно з іншими джерелами фінансування ЗТО. З цієї точки зору важливими складовими процесу організації кредитування, які необхідно проаналізувати, є розмір періодичних виплат кредиторю за кредитом, що включають частину боргу, який погашається, і нараховані відсотки.

У світовій практиці використовують два способи калькуляції відсотків за умови поступового погашення боргу — лінійний та штафельний.

За **лінійним методом** величину відсотків розраховують для кожної частини кредиту окремо з дати його надання.

За **штафельним методом** відсотки нараховуються на залишок боргу на період з дати його використання додати погашення.

За **способом нарахування** відсотків розрізняють прогресивний, регресивний та пропорційний способи (табл. 12).

Таблиця 12

Розрахунок відсотків за різними способами

Спосіб нарахування відсотків	Формула
Прогресивний	$R = C \left[\left(1 + \frac{r}{100} \right)^n - 1 \right]$
Регресивний	$R = C' r$
Пропорційний (змішаний)	$R = \frac{\sum R_n}{n}$

У таблиці позначено: R — розмір нарахованих відсотків; R_n — розмір нарахованих відсотків у кожному періоді; C — частка суми основного боргу до сплати; C' — неоплачена частина боргу; r — відсоток за кредит; n — кількість періодів.

Прийняття рішень щодо використання комерційного кредиту під час імпортованих операцій передбачає:

- визначення усіх витрат за кредитом на базі відсотків річних;
- порівняння витрат за кредитом із витратами на умовах негайного платежу.

8.2. Міжнародний банківський кредит

Міжнародний банківський кредит надається банками, банками-консорціумами та іншими кредитними установами. Банки здійснюють кредитування, створюючи консорціуми для координації операцій з кредитування зовнішньої торгівлі, мобілізації великих кредитних ресурсів і рівномірного розподілу ризиків.

Міжнародне банківське кредитування — це активні операції банків у міжнародній економіці з розміщення мобілізованих фінансових ресурсів з метою фінансування:

- зовнішньої торгівлі;
- міжнародних розрахунків;
- операцій з капіталом.

Умови надання банками фінансових ресурсів на принципах кредитування

Основною умовою є *вартість кредиту (витрати позичальника на кредит)*, яка складається з відсоткової ставки, комісійних та інших одноразових зборів, винагород неявного характеру.

Серед елементів вартості кредиту розрізняють договірні та приховані витрати. Договірні витрати поділяються на основні та додаткові.

До *основних* елементів вартості кредиту належать суми, які позичальник безпосередньо сплачує кредитору: відсотки, витрати, пов'язані з оформленням закладу, комісії.

До *додаткових* елементів належать суми, що сплачуються позичальником третім особам (наприклад, за наданою ними гарантією).

Крім основного відсотка сплачується спеціальна (залежить від суми та терміну кредиту) та одноразова (не залежить від розміру та терміну позики) банківська комісія. При середньо- та довгостроковому кредитуванні сплачується низка додаткових видів комісії, що пов'язані зі спеціальними формами організації кредитування (наприклад, комісії за зобов'язання надати позику та за резервування коштів, комісію за управління банку-менеджеру, за переговори, а також банкам-коменеджерам за участь при консорціальному кредитуванні).

До *прихованих елементів вартості* кредиту належать інші витрати, які пов'язані з отриманням кредиту та не зафіксовані в угоді. Серед них: завищені ціни товарів за фірмовими кредитами; примусові депозити в певних розмірах щодо позички; вимоги страхування кредиту в певній страховій компанії, яка пов'язана з банком;

завищення банком комісії з інкасації документів тощо. Деякі елементи вартості кредиту неможливо оцінити у грошовому виразі, хоча їх значущість вагома (наприклад, для отримання контролю над фірмою або позичальником).

Основним елементом вартості кредиту є відсоткова ставка. Хоча міжнародний кредит певною мірою не залежить від внутрішніх процесів національних економік, відсоткові ставки щодо нього не формуються безпосередньо на базі відсотків за внутрішнім кредитом, у підсумку вартість міжнародного кредиту базується на відсоткових ставках країн, які є провідними кредиторами. Оскільки на “ціну” кредиту впливає безліч чинників, спостерігається розрив у рівнях ставок, який спричинюють такі фактори:

- обмеження в переливанні капіталу;
- різниця в податкових режимах для міжнародних і внутрішніх операцій; резервні вимоги до банків на внутрішньому ринку;
- різниця в операційних витратах за аналогічними операціями;
- наявність витрат, зумовлених переходом від валюти до валюти;
- неповна відповідність фінансових інструментів на міжнародному та національному ринках.

Сучасний світовий ринок капіталів характеризується зв'язком усіх його складових, тому всі відсоткові ставки взаємопов'язані та в сукупності створюють структуру ставок.

Структура відсоткових ставок на міжнародному ринку, як і на національному, ґрунтується на ставках грошового ринку. Внаслідок того, що основна частина грошового ринку представлена міжбанківськими депозитами, набула поширення практика використання ставок за 3–6-місячними депозитами.

Базою ціни середньострокових кредитів та облігацій з плаваючою ставкою на міжнародному ринку слугують ставки Лондонського міжбанківського депозитного ринку (London Interbank Offered Rate — ЛІБОР). Це пояснюється рівнем розвитку та масштабами цього ринку (одна третина євrorинку) та наявністю мінімальних обмежень стосовно доступу до нього.

Найпоширенішою є ставка ЛІБОР, що утворюється як середня відсоткова ставка, за якою банки Лондонського фінансового центру надають короткострокові незабезпечені позики (від одного місяця до одного року). Як ставка пропозиції (розміщення) коштів вона, як правило, перевищує на 1/8 % лондонські міжбанківські ставки залучення коштів.

Використовують міжнародні відсоткові ставки, які включають як змінну ЛІБОР. За аналогією в інших світових фінансових центрах визначають такі ставки: у Кувейті — КІБОР, у Бахреїні — БІБОР, Сінгапурі — СІБОР. Рівні цих ставок за кожною з валют мають тенденцію вирівнюватися завдяки тісному зв'язку між регіональними центрами євrorинку.

Сума банківського кредиту (кредитна лінія) визначається кредитною угодою або шляхом обміну телексами (у разі короткострокової позики). Кредит може надаватися у вигляді одного або кількох траншів (частин).

Термін міжнародного кредиту залежить від низки чинників, серед яких основними є мета й масштаб кредиту, аналогічна практика в наданні попередніх кредитів на ті самі цілі, традиції, національне законодавство, міждержавні угоди.

Ефективність кредиту визначають за принципом порівняння різних умов його надання, тому необхідно розрахувати його повний і середній терміни.

Повний термін банківського кредиту поділяється на такі три періоди: термін використання кредиту; пільговий (граційний) період, упродовж якого надається відстрочка, тобто не відбувається погашення кредиту; термін погашення, упродовж якого сплачується заборгованість за кредитом. Отже, повний термін кредиту

$$T = B + G + P,$$

де T — повний термін кредиту; B — період його використання; G — пільговий (граційний) період; P — період погашення.

Пільговий період особливо важливий, якщо укладаються комерційні угоди, передбачається постачання комплексного устаткування, тому що в цьому разі початок його погашення намагаються наблизити до моменту запровадження в експлуатацію закупленого устаткування. У такий спосіб імпортеру вдається скоротити терміни відшкодування інвестицій, тому що погашення відбувається за рахунок виручки від експорту частини продукції, яку виробляє підприємство, створене з використанням коштів, отриманих у кредит. У цей період інколи утримується більш помірна ставка, ніж в інші періоди кредитування. Пільговий період подекуди практикують і в міжнародних довгострокових банківських кредитах, які га-

рантуються державою, у консорціальних екокредитах у разі великого за обсягом постачання машин, устаткування, промислових комплексів, під час реалізації за кордоном інвестиційних проектів. Пільговий період може тривати кілька років після завершення постачання та будівництва.

Щоб порівняти ефективність кредитів з різними умовами, використовують показник середнього терміну. Середній термін вказує на те, упродовж якого часу вся сума кредиту була в розпорядженні боржника. Приблизно його визначають як половину терміну використання плюс увесь пільговий період і плюс половину терміну погашення кредиту. Наведемо формули, за якими вираховують середній термін (T_{cp}):

при рівномірному використанні та погашенні

$$T_{cp} = 1/2B + \Gamma + 1/2П;$$

при нерівномірному використанні та погашенні

$$T_{cp} = \frac{HЗ_1 + HЗ_2 + \dots + HЗ_n}{\sum k},$$

де $HЗ$ — непогашена заборгованість (на певну дату); $\sum k$ — сума (ліміт) кредиту, n — кількість періодів.

Загальна вартість кредиту

$$S = \frac{\lim RT_{cp}}{100},$$

де \lim — сума (ліміт) кредиту; R — відсоткова ставка, яка враховує основну ставку за кредитом, комісійні та інші витрати, пов'язані з отриманням кредиту.

За умовами повернення кредити поділяються на такі види:

- з рівномірним погашенням рівними частинами впродовж певного погодженого терміну;
- з нерівномірним погашенням залежно від зафіксованого в угоді графіка (наприклад, незначні внески в початковий період погашення з поступовим збільшенням частини внесків до закінчення терміну кредиту);
- з одночасним погашенням усєї суми кредиту та нарахованих відсотків;

- ануїтетні, у межах яких передбачено внески в погашення основного боргу одночасно з виплатою відсотків.

Валюта позики та валюта платежів — одна з провідних умов міжнародного кредиту. Для міжнародного кредиту надзвичайно важливим є те, яка валюта опосередковує відносини, адже її нестійкість може призвести до втрат для кредитора. А тому вибір валюти залежить від рівня відсоткової ставки, практика міжнародних розрахунків, рівня інфляції.

І кредитор, і боржник зацікавлені в тому, щоб валюта займу була достатньо сталою. Тому кредит надають у вільноконвертованих валютах, причому погашення його може відбуватися іншою валютою.

Валютою кредиту можуть бути національні валюти, євровалюти та міжнародні розрахункові одиниці.

Використання тієї чи іншої національної грошової одиниці в практиці міжнародного кредитування залежить від позиції країни в міжнародній торгівлі, наявності широких експортних можливостей, сталого грошового обігу та розвинутої мережі кредитних інститутів, а також довіри основної маси позичальників на міжнародному ринку та насамперед першокласних позичальників.

Кредит, наданий будь-якою міжнародною організацією або банком-нерезидентом, вважають кредитом у євровалюті.

Використання євровалют як валют позики зумовлене можливістю отримати великий кредит, полегшеним доступом до фінансових ресурсів, короткими термінами мобілізації ресурсів, меншою вартістю кредиту завдяки відсутності різних національних кредитних обмежень.

Функціонування євровалют як валют позики сприяло утворенню кредитного механізму більшої ефективності та місткості. Водночас існує певна вразливість їх як засобу здійснення міжнародного кредитування. Це пов'язано насамперед з їх залежністю від національних грошових систем і можливістю знецінення внаслідок інфляції, наявністю суперечностей між різними євровалютами.

Практика застосування принципово нових грошових інструментів, наприклад CDR, об'єктивно зумовлена потребами подолання обмеженості національних грошових одиниць в обслуговуванні міжнародних кредитних відносин.

Кредитна заборгованість може бути погашена в іншій валюті, тобто валюта кредиту та валюта платежу можуть бути різні. Цей

принцип застосовується у практиці надання так званих м'яких кредитів, які набули поширення в кредитних відносинах розвинених країн з країнами, що розвиваються, коли погашення боргу відбувається в національній валюті країни-боржника.

Визначаючи валютно-фінансові умови кредиту, кредитор враховує платоспроможність позичальника, його можливості своєчасно та повністю розрахуватися за своїми зобов'язаннями. Тому важливою умовою надання міжнародного кредиту є наявність захисту від кредитних та інших ризиків, з якими пов'язані кредитні операції. Ці ризики є наслідком погіршення економічно-фінансового становища позичальника, виникнення в нього непередбачуваних труднощів, нестійкості валюти позики та валюти платежу.

Форми міжнародного банківського кредиту. Банківське кредитування відповідно до мети залучення коштів позичальниками здійснюється у формі фінансування зовнішньої торгівлі та у формі надання **фінансових кредитів**.

Кредитування зовнішньої торгівлі здійснюється банками у грошовій формі та має цільовий характер, тому що боржник зобов'язаний використовувати кредит виключно для купівлі або продажу товарів.

Фінансовий кредит, на відміну від зовнішньоторговельного, не пов'язаний з товарними поставками та призначається, наприклад, для погашення зовнішньої заборгованості, підтримання валютного курсу, поповнення авуарів (рахунків) в іноземній валюті.

Фінансування зовнішньої торгівлі банками здійснюється у вигляді пакета послуг:

- фінансування розрахунків;
- кредитування;
- захисту від ризиків.

Форми банківського кредитування зовнішньої торгівлі:

а) кредитування експортерів:

- облік векселів, акцептованих імпортером чи банком;
- надання кредитів безпосередньо;

б) кредитування імпортерів:

- акцептний кредит;
- акцептно-рамбурсний кредит;
- кредит покупцю.

Великі банки надають **акцептний кредит** у формі акцепту тратт: експортер домовляється з імпортером, що платіж за товар буде

здійснено через банк шляхом акцепту останнім виставлених експортером тратт.

Поширення цього виду кредиту зумовлено обмеженнями комерційного кредитування. Акцентні операції банків розширюють для експортерів можливість збуту товарів у кредит, а для імпортерів полегшують їх оплату.

Основні етапи акцептної операції:

а) експортер, продаючи товари у кредит, ставить перед імпортером вимогу оплачувати товари за допомогою акцепту тратт експортером банку імпортера (або будь-яким іншим банком за домовленістю з імпортером). Імпортер робить запит у своєму банку (або в іншому) про можливість надання йому акцептного кредиту. Отримавши згоду банку, імпортер повідомляє експортера про свою згоду на запропоновану форму розрахунку за товари банківськими акцептами і сторони укладають угоду;

б) відповідно до умов контракту експортер відвантажує товар, оформлює товарні документи та одночасно виписує тратту на банк імпортера. Зазначені товарні документи, що виписані також на ім'я банку імпортера, разом із траттою експортер передає своєму банку для пересилання документів банку імпортера;

в) банк імпортера після отримання товарних документів разом з траттою повідомляє імпортера та проти зобов'язань імпортера внести суму тратти до настання терміну її оплати видає імпортеру товарні документи — зазвичай під зберігальну записку, яка гарантує належність товару банку. Після цього банк імпортера акцептує виставлену на нього експортером тратту та надсилає її банку експортера;

г) за певний проміжок часу до оплати тратти імпортер вносить до банку її суму, за рахунок якої той і оплачує її в день, коли настає термін оплати. У ході цих операцій банк не вкладає ресурсів у кредитування імпортера, тобто своїм акцептом він лише гарантує експортеру оплату товару імпортером. Імпортер, зважаючи на банківський акцепт, отримує можливість користуватися банківським кредитом на час від акцепту тратти до внеску грошей на її оплату. Отже, у цій операції банк імпортера щодо експортера виступає боржником, а щодо імпортера — кредитором. Якщо імпортер не виконав своїх зобов'язань перед банком за акцептним кредитом, банк за рахунок своїх коштів оплачує тратту, яка акцептована ним, а отже, він має збитки.

Акцептно-рамбурсний кредит є певним ускладненням акцептного кредиту, тому що місце банку імпортера займає міжнародний першокласний банк. Звичайно це пов'язано з вимогами експортера отримати тратту, яка акцептована великим банком і її легше врахувати, ніж тратту, акцептовану банком імпортера, маловідомим у країні експортера.

Хід акцептно-рамбурсної операції в основних рисах повторює акцептну операцію. На прохання імпортера його банк забезпечує йому одержання акцепту великого міжнародного банку. Якщо банк імпортера вважає за можливе надати кредит імпортеру, він звертається з проханням про акцепт тратт, що виставлені експортером до міжнародного банку. Міжнародний банк дає згоду банку імпортера, якщо не має сумніву щодо його платоспроможності. Банк імпортера надсилає міжнародному банку за кілька днів до терміну акцепту тратт вищезазначеним міжнародним банком своє зобов'язання переказувати йому кошти для їх оплати. Таке зобов'язання банку про переказ (рамбурсування) сум для оплати акцептованих тратт називається рамбурсним зобов'язанням, за яким дістала назву і ця форма кредитування імпортерів.

У своїх основних рисах схема операцій за акцептно-рамбурсним кредитом передбачає такі дії:

- прохання імпортера банку про відкриття кредиту;
- прохання про відкриття акцептного кредиту та рамбурсне зобов'язання, яке надсилається банком у країні імпортера банку на міжнародному фінансовому ринку;
- відкриття акцептного кредиту банком на міжнародному фінансовому ринку на користь експортера в банку-кореспондента у країні експортера;
- повідомлення експортеру банку у країні експортера;
- відправлення товару експортером і передача товарних документів і тратти в банк у країні експортера;
- відсилання банком у країні експортера банку на міжнародному ринку на акцепт одного примірника тратти у супроводі товарних документів;
- урахування на грошовому ринку другого примірника тратти;
- відсилання документів про відвантаження банком на міжнародному фінансовому ринку банку у країні імпортера та видача їх імпортеру проти зберігальної розписки;

- передача товару на склад проти складського заставного свідоцтва;
- передача банку в країні імпортера заставного свідоцтва в обмін на зберігальну записку;
- продаж товару імпортером на внутрішньому ринку та викуп ним у банку закладного свідоцтва;
- перерахування банком у країні імпортера частини виручки за товар, необхідної для погашення тратти, на рахунок банку-акцептанта та видача залишків виручки імпортеру;
- пред'явлення тратти в зазначений (встановлений) термін банку-акцептанту та її оплата.

На практиці надання акцептно-рамбурсного кредиту нерідко пов'язане з одночасним відкриттям імпортером акредитиву, який в цьому разі є гарантією виконання зобов'язань.

Експортери при наданні середньо- та довгострокових кредитів застосовують насамперед такий інструмент, як вексель. У зв'язку з наявністю значного ризику, пов'язаного з оплатою тратт імпортером, з труднощами обліку тратт, акцептований імпортером, подальший розвиток фірмового кредиту супроводжувався створенням системи страхування експортних кредитів спеціалізованими банками.

Спочатку банки вийшли у сферу зовнішньої торгівлі як кредитори фірм-експортерів, такі кредити дістали назву кредитів постачальнику. Але з часом національні банки країни фірми-експортера почали здійснювати більш гнучку політику зовнішньоторговельного кредитування: вони почали надавати кредити безпосередньо імпортеру. Це дало змогу імпортеру за рахунок одержаних від банку коштів розплачуватися за поставки експортера. Такий метод банківського кредитування зовнішньої торгівлі дістав назву **кредитів покупцю**. Кредити покупцю найбільш вигідні саме імпортеру — він отримав можливість обирати фірму-постачальника, хоча й тільки в окремій країні. Водночас термін кредиту подовжується, а вартість дещо знижується. Фірми-постачальники, які усунені від безпосередньої участі у кредитуванні експорту, не мають змоги підвищувати ціни кредиту, що досить часто відбувається тоді, коли надається фірмовий кредит і навіть кредит постачальнику.

Вартість банківського кредиту покупцю фіксується на кілька років на рівні, нижчому від вартості позикових коштів на ринку капіталів, що сприяє підвищенню їх конкурентоспроможності. Термін кредиту покупцеві перевищує термін кредиту постачальникові: це в

основному середньо- та довгострокові позики. Банки можуть відкрити кредитні лінії для іноземних позичальників на оплату придбаних товарів. У цих механізмах банки є партнерами підприємницької діяльності клієнтів: вони беруть участь у переговорах про торговельно-виробниче співробітництво, виступаючи центрами економічної інформації та звільняють експортерів від фінансових і комерційних ризиків.

У практиці міжнародного банківського кредитування у зовнішній торгівлі використовуються такі специфічні форми фінансування зовнішньої торгівлі, як лізинг, факторинг, форфейтинг, в яких кредитні відносини є лише складовою більш складної сукупності відносин.

Лізинг — це надання або взяття в тимчасове користування, оренду майна. Економічна суть лізингу полягає в придбанні лізингодавцем (стороною, яка володіє майном, що надається в оренду) на прохання лізингоодержувача (сторона, яка отримує в користування це майно) у виробника на умовах купівлі-продажу майна і в отриманні його лізингоодержувачем від лізингодавця у використанні на певний термін, про що зазначається в угоді, з виплатою лізингоодержувачем орендних платежів, які включають спожиту вартість, послуги лізингодавця та частину додаткової вартості. Майно залишається власністю лізингодавця. Після закінчення терміну дії угоди лізингу користувач (лізингоодержувач) може придбати устаткування у власність, поновити угоду на пільгових умовах або припинити договірні відносини.

Отже, лізинг передбачає відносини купівлі-продажу та оренди, але основою відносин є кредитна операція — лізингова компанія надає орендатору фінансову послугу. Лізингодавець купує устаткування у свою власність за повну вартість, але не для власного користування, а для користувача, який отримує та використовує це устаткування, сплачуючи кошти не одноразово, а поступово, періодично сплачуючи певні внески. Отже, лізинг можна розглядати як передачу майна в тимчасове користування на умовах повернення, терміновості, платності, кваліфікувати як кредит в основний капітал. З економічної точки зору лізинг є специфічним кредитом, який надається в формі майна, що передається у користування.

Міжнародний лізинг з'явився пізніше, ніж внутрішній. Операція набуває міжнародного характеру, якщо лізингова компанія та

орендатор перебувають у різних країнах. Така угода, в якій лізингова компанія купує устаткування в національній компанії-виробника, а потім надає його в оренду за кордон іноземному орендатору, називається експортним лізингом. Лізинг зберігає міжнародний характер у тому разі, якщо спеціалізована компанія розташована в тій самій країні, що й орендатор, який використовує іноземне обладнання, придбане за кордоном. Остаточо всі три учасники угоди можуть бути в різних країнах.

Країну-орендодавця міжнародний лізинг цікавить насамперед як засіб отримання доходу в іноземній валюті. Орендатор вбачає основну перевагу міжнародного лізингу у використанні більш досконалого іноземного устаткування, одержання валютних, фінансових і податкових пільг. Наприклад, за правилами МВФ зобов'язання, які пов'язані з одержанням в оренду іноземних машин та устаткування, не збільшують зовнішньої заборгованості.

У сучасних умовах розвитку міжнародного лізингу сприяє уніфікація правил оренди іноземних машин та устаткування. Свого часу різниця режимів оподаткування, національних законодавств обмежувала поширення міжнародного лізингу.

Факторинг (від англ. *factor* — агент, посередник) — це придбання банком або спеціалізованою факторинговою компанією грошових вимог постачальника до покупця та їх інкасація за певну винагороду.

Механізм здійснення факторингових операцій передбачає, що факторингова компанія (або фактор-фірма) купує у своїх клієнтів їхні платіжні вимоги до покупців на умовах негайної оплати 80–90 % вартості відфактурованих поставок та оплати іншої частини, за відрахуванням комісійних і відсотків за кредит у чітко визначений термін, незалежно від надходження виручки від покупців. Платіж, який надходить потім від покупця, повністю зараховується на рахунок фактор-компанії.

В умовах міжнародних відносин кредитний ризик постачальника особливо зростає в разі постачання товарів на експорт, що пов'язано з більшими труднощами оцінювання платоспроможності іноземних клієнтів, тривалішими термінами документо- та товарообігу, з факторами політичної нестабільності в країнах-учасниках цих відносин.

Специфіка міжнародного факторингу полягає у тому, що, працюючи з експортером, факторингова компанія, як правило, укла-

дає угоду з факторинговою компанією країни-імпортера та передає їй частину своєї роботи, натомість вона виконує роботу, пов'язану з дорученнями іноземної факторингової компанії. Такий зустрічний факторинг називається взаємним, або двофакторним. Його переваги зумовлені тим, що для кожної з компаній, які обслуговують імпортерів, боргові вимоги є внутрішніми, а не зовнішніми, що спрощує процедури визначення кредитоспроможності імпортера, страхування ризиків, інкасування бонових вимог тощо.

Якщо факторинг більш зручний для фінансування експорту споживчих товарів з терміном кредитування від 90 до 180 днів, то такий вид кредитування, як форфейтування, використовується у фінансуванні експорту товарів виробничого призначення з терміном кредитування до кількох років. Водночас факторинг, як правило, не покриває політичних і переказних ризиків, тоді як форфейтор при форфейтуванні будь-якої вимоги за ці ризики відповідає. У багатьох країнах дійшли висновку, що форфейтування може бути відносно недорогим альтернативним щодо інших форм експортного фінансування, які застосовуються нині.

Форфейтинг (від фр. *a forfait* — відмова від прав) — це кредитування експортера шляхом придбання у нього векселів або інших боргових вимог. По суті, це форма трансформації комерційного кредиту в банківський, внаслідок якої експортер дістає низку переваг. Насамперед прискорюється одержання ним коштів за товар, що експортовано, а отже, і обіг усього капіталу. Експортер звільняється від ризику неплатежу та валютного ризику, а також від ризику, пов'язаного з коливанням відсоткових ставок. Спрощується баланс підприємства за рахунок часткового звільнення від дебіторської заборгованості. Форфейтинг — це одна із нових форм кредитування зовнішньої торгівлі, яка з'явилася під впливом швидкого зростання експорту дорогого устаткування з тривалим терміном виробництва, посилення конкурентної боротьби на світових ринках і підвищення ролі кредиту в розвитку світової торгівлі.

Механізм здійснення цих операцій передбачає, що експортер виконав свої зобов'язання за контрактом і прагне інкасувати розрахункові документи імпортера з метою отримання готівкових коштів шляхом їх продажу. Покупцем (форфейтером) стає банк або спеціалізована фірма, які беруть на себе комерційний ризик, пов'язаний з неплатоспроможністю імпортерів, без права регресу (обернення) цих документів на експортера.

Якщо імпортер не є першокласним позичальником, з бездоганною репутацією, форфейтер вимагає гарантію у формі авалю або безумовну та безвідкличну гарантію за борговими зобов'язаннями, які він хоче придбати в банку країни-імпортера. Виконання цієї умови має особливе значення з огляду на безоборотність угоди, тому що в разі неплатежу боржник, форфейтер, як на свою єдину гарантію, може покласти тільки на цю форму банківської гарантії. Форфейтер, купуючи боргові вимоги, відраховує відсотки за весь термін, на який вони виписані (дисконтує векселі), та перетворює тим самим експортну угоду на готівкову. У цьому разі експортер відповідає тільки за задовільне виготовлення, постачання товару та правильне оформлення документів щодо зобов'язань. Ця остання обставина разом з наявністю фіксованої відсоткової ставки, яка береться з початку операції, робить форфейтинг досить привабливим видом фінансування. Форфейтер може зберігати придбані документи, тоді витрачені ним кошти будуть розглядатися в цьому разі як капіталовкладення, або може продати їх іншому форфейтеру теж на безповоротній основі. Із настанням терміну платежу кінцевий власник документів пред'являє їх у банк для оплати.

Джерелом коштів для банків, які беруть участь в операціях форфейтингу, слугує ринок євровалют, і тому облікова ставка за форфейтингом тісно пов'язана з рівнем відсотка за середньостроковими кредитами на цьому ринку.

Довгострокове кредитування набуло розвитку насамперед у практиці кредитування урядів країн, які стикаються з проблемами заборгованості. Розрізняють такі форми довгострокових (на 10–15 і більше років) міждержавних кредитів за рахунок асигнування бюджетних фондів: двосторонні державні; міжнародних і регіональних валютно-кредитних і фінансових організацій; по лінії надання допомоги, яка разом з технічною допомогою, безвідплатними дарами, субсидіями включає займи на пільгових умовах.

Досить часто здійснюється змішаний вид міжнародного кредиту, наприклад звичайні форми кредитування експорту поєднуються з наданням фінансової допомоги або “м'яких” кредитів.

Останніми роками банки дедалі частіше орієнтуються на діяльність на ринках цінних паперів. Ця тенденція дістала назву *сек'юритизації*. Нові електронні інформаційні технології в банківській справі дають змогу миттєво отримати інформацію про стан справ в

усіх провідних фінансових центрах і швидко її опрацювати. У такий спосіб вдається отримувати прибутки на основі проведення арбітражу між різними фінансовими центрами. Усе це посилює взаємозв'язок між ринками прямих банківських кредитів і ринками облігацій.

Порядок одержання кредитів в іноземній валюті від іноземних кредиторів в Україні. З метою створення резидентам України умов для оперативного одержання іноземних кредитів і здійснення проектів за їх рахунок Національний банк України положенням “Про порядок реєстрації одержання резидентами кредитів в іноземній валюті від іноземних кредиторів” (затверджено постановою Правління НБУ 7 травня 1997 р. № 144) встановив порядок реєстрації надання юридичним особам-резидентам реєстраційних свідоцтв на одержання кредитів у іноземній валюті від іноземних кредиторів.

В Україні юридичні особи — резиденти можуть одержувати від іноземних кредиторів кредити в іноземній валюті в безготівковій формі з метою здійснення діяльності, передбаченої статутними документами.

Резиденти України можуть купувати іноземну валюту на міжбанківському валютному ринку і спрямовувати її на погашення заборгованості як за основним боргом, так і за відсотками, з можливими штрафними санкціями та іншими платежами в іноземній валюті в розмірах, передбачених кредитними угодами.

Суми виручки в іноземній валюті, які спрямовуються резидентами на погашення заборгованості в іноземній валюті за кредитами, отриманими на підставі реєстраційного свідоцтва Національного банку України, не підлягають продажу на міжбанківському валютному ринку.

Щоб отримати реєстраційне свідоцтво, резидент-позичальник подає до відповідного обласного управління Національного банку України лист-повідомлення та відповідні документи.

Низка постанов уряду окреслює пріоритети державного регулювання руху міжнародних кредитних ресурсів у національну економіку, зокрема Постанова КМУ “Про пріоритетні напрямки використання іноземних кредитів” № 234 від 3 квітня 1995 р., Постанова КМУ “Положення про порядок залучення іноземних кредитів та надання гарантій КМУ для забезпечення обов’язків по їх погашенню” № 414 від 5 травня 1997 р.

8.3. Євроринок і міжнародні позики

Єврокредит — це міжнародний кредит, який надається євробанками в євровалюті.

Роловерні кредити та консорціальні кредити є специфічними інструментами надання середньо- і довгострокових банківських кредитів на ринку єврокредитів, який останнім часом перетворився на важливе джерело позикових коштів для світової економіки.

Назва **роloverних кредитів**, ставка за якими періодично переглядається, походить із факту рефінансування банками позик 3–6-місячними депозитами, що означає постійне відновлення потреб у рефінансуванні. Іншими словами, кредит має періодично “перекредитовуватися”. Відповідно кожні 3–6 місяців переглядають також відсоткові ставки. До основних форм роловерного кредиту належать: роловерні європозики, відновлювані роловерні кредити та єврокредити роловер-стендбай (роloverний кредит підтримки).

Роловерні європозики з початку свого використання мали фіксовані відсоткові ставки, але через крах бреттонвудської системи почали використовуватись “плаваючі” відсоткові ставки.

Відновлювані роловерні кредити не мають встановленого загального розміру суми кредиту. Під час його оформлення обговорюється лише дата зміни “ціни” та обсягу кредиту в межах терміну надання, який, зазвичай збігається з часом зміни відсоткової ставки. Базою для виникнення цієї форми єврокредиту слугували національні револьверні кредити, в яких практикують використання овердрафту.

Роловер-стенд-бай єврокредит (роloverний кредит підтримки) має характер підстрахувального. При укладанні договору на його отримання позика фактично не надається. Банк лише бере на себе зобов’язання надати впродовж дії договору єврокредит за першою вимогою позичальника.

Базою для регулювання ставки за єврокредитами є ставка ЛБОР, яка застосовується в операціях провідних банків у Лондоні і пропонується на лондонському міжбанківському ринку. Ця ринкова ставка за короткостроковими кредитами зазнає суттєвих коливань, особливо поза межами встановлених строків. Унаслідок цього відсоткові ризики, які беруть на себе позичальники відповідно до угоди, надто високі: вони значно перевищують інші ризики. На практиці

ставка за роловерними кредитами розраховується додаванням різниці до ставки ЛІБОР. Ця різниця називається маржею або спредом і фіксується у кредитній угоді: вона є компенсацією банку-кредитору за виконання ним відповідної роботи, за взяття на себе ризику і за користування його капіталом. Тому маржа залежить від терміну кредиту та класу або становища позичальника, тобто враховуються ризику країни та кредиту, а також ринкові умови.

Якщо кредит не вибирається повністю одразу після його надання, за невикористану частину кредиту сплачується комісія за зобов'язання. Причому позичальник має оплатити витрати на консультації та інші витрати.

Терміни за роловерними кредитами переважно коливаються залежно від становища позичальника та ринкової кон'юнктури. Як правило, термін такого кредиту становить від 3 до 10 років. Кошти передаються позичальнику до закінчення терміну, але в разі дострокового погашення стягуються комісія. Час од часу позичальник має право користуватися кредитом на "револьверній" (відновлювальній) основі, маючи змогу погасити та отримати його протягом одного і того самого терміну кредиту.

Роловерна система кредитування виконує важливу функцію трансформування короткострокових коштів у більш тривалі. Річ у тім, що використання короткострокових коштів для кредитів довготривалого терміну призводить до втрат у банківській ліквідності. Крім того, на євровалютному кредитному ринку можна отримати значні позики, однак такі можливості слід використовувати не лише для задоволення сьогочасних потреб, а й для інвестування довгострокових державних програм. І в цьому разі потрібний специфічний механізм кредитування, яким і стала банківська кредитна діяльність на основі пасивних операцій із сертифікатами на депозити та активних операцій з відновлюваними роловерними кредитами. Останні слугують основою і для пасивних операцій, коли банки мають змогу за рахунок короткострокових роловерних позик надавати кредити на триваліші терміни.

Однак і таке кредитування, навіть за допомогою зазначеного механізму, не запобігає ризику втрати ліквідності банками особливо коли йдеться про значні кошти, типові для міжнародного ринку. Цю проблему вдалося розв'язати за допомогою принципу розподілення ризику.

Синдиковані (консорціальні) кредити надаються на принципах спільного кредитування групою кредиторів одному позичальнику.

Техніка надання таких кредитів передбачає, що один банк, який називається управляючим і підтримується коменеджерами, проводить переговори з позичальником про умови кредиту. Члени управляючої банківської групи підписуються на певні частини спільного кредиту, тобто стають банками-андерайтерами. Як правило, вони роздроблюють частки своєї участі та передають їх іншим кредиторам.

Банківські синдикати внаслідок розподілу ризику кредитних операцій серед багатьох банків мають більше можливостей трансформувати короткострокові пасиви в довгострокові активи, ніж будь-який, навіть великий, банк. По суті, середньострокові банківські кредити надають позичальнику кошти на короткі терміни (3–6 місяців), але із систематичним подовженням до закінчення терміну кредиту.

Синдиковані кредити, порівняно з національним банківським кредитом, мають як недоліки, так і переваги. Їх недоліки пов'язані з тим, що, будучи за своїми параметрами середньостроковими, вони надаються на триваліші терміни. Крім того, відсоткова ставка за євrokредитами нерідко перевищує ставки банківського кредиту, який підтримується державою. Переваги їх полягають у тому, що кредити надають у будь-якій вільноконвертованій валюті, отже, позичальник може використати ці кошти на свій розсуд, не обмежуючи свої господарські рішення. Спільне фінансування надає певні переваги позичальнику, відкриваючи йому доступ до пільгових кредитів. Але більш вигідне воно для кредиторів, тому що за такого фінансування вони отримують додаткові гарантії своєчасного погашення позики боржником, посилюється фінансова залежність боржника від кредитора.

Синдиковані кредити становлять 40–58 % євровалютних позик. Вони надаються на 5–8 років і передбачають спільне фінансування кількома кредитними установами великих проектів, переважно в галузях інфраструктури. Ініціаторами спільного фінансування є МБРР, МВФ, ЄБРР, які залучають до цих операцій комерційні банки, що найчастіше кредитують на пільгових умовах (за ставкою меншою від ринкової) найпривабливішу частину проекту.

Практикують дві форми спільного кредитування — паралельне фінансування (проект поділяється на дві частини, що кредитуються різними кредиторами в межах встановленої квоти) і співфінансування (всі кредитори надають кредити впродовж реалізації проекту).

Синдикати комерційних банків часто надають кредит за умови отримання країною-позичальником кредитів МВФ або МБРР, що має на меті регулювання доступу позичальників на світовий ринок позикового капіталу виходячи з політичних та економічних міркувань.

У сучасних умовах попит на такі кредити стимулюється операціями злиття та поглинання, на основі яких транснаціональні корпорації здійснюють структурну перебудову.

Організація синдикату кредиторів триває від двох тижнів до трьох місяців і передбачає такі процедури:

- позичальник узгоджує з банком-організатором синдикованої позики основні умови кредиту: ліміт кредиту, валюту, термін;
- банк-організатор на основі отриманого від позичальника розпорядження (мандату) випускає спеціальний меморандум — запрошення до участі в позиції банків-коменеджерів. Останні запрошують до участі інші банки, які набувають статусу банків-учасників;
- після набору учасників банк-організатор розраховує розмір відсоткових ставок, який отримуватиме кожний з учасників, розробляє графік погашення кредиту.

Вартість синдикованого кредиту складається з відсоткової ставки та комісійних виплат. Відсоткова ставка за синдикованим кредитом розраховується за таким методом: базова ставка плюс спред (маржа) між ставкою, за якою банк отримує кошти та надає їх у позику. Базою може бути ЛІБОР, прайм-рейт або інша базова ставка. На додаток до базової відсоткової ставки та маржі при організації консорціального кредиту сплачуються комісії за управління, за участь, за посередництво (агентська), а також витрати на консультації тощо.

Ринок євробондів. Міжнародні фінансові ресурси залучаються позичальниками на основі емісії та розміщення боргових цінних паперів. Цей процес називається **сек'юритизація** та здійснюється шляхом:

- випуску цінних паперів (note) під роловерні єврокредити;
- емісії облігацій (bond).

До випуску цінних паперів під роловерні єврокредити банки вдаються, щоб зменшити ризик при наданні позик. Після укладання контракту позичальник видає кредитору зобов'язання (promissory notes) про своєчасне погашення позики, відсотка та комісій. Таке зобов'язання надає додаткові гарантії кредитору і є ліквідним папером, який можна облікувати.

У разі надання консорціального кредиту також застосовується емісія сертифікатів, які підтверджують участь у єврокредиті. Такі сертифікати також можуть як перепродаватися іншим фінансовим установам, так і обліковуватися.

Розвитку механізмів сек'юритизації боргових відносин значно сприяв план Брейді, міністра фінансів США, який запропонував розв'язувати боргові проблеми країн, що розвиваються, через обмін їхніх боргів за кредитами на облігації. Найпопулярнішими методами обміну були дисконтні та паритетні обміни. Дисконтний обмін передбачав заміну позики облігацією з меншою основною сумою, паритетний — заміну позики облігацією з тією самою основною сумою, але за умови фіксованих субринкових відсотків.

Залучення державами або приватними корпораціями позикових коштів здійснюється через випуск і розміщення цінних паперів — власних боргових зобов'язань. Найпоширенішими є емісії таких видів облігацій: іноземні облігаційні позики та європозики.

Іноземні облігаційні позики — це емісія облігацій іноземними емітентами з метою мобілізації капіталу, насамперед національних кредиторів на фінансовому ринку певної країни.

Більшість випусків іноземних облігацій були зосереджені на фінансових ринках чотирьох країн, а саме США, Великої Британії, Швейцарії та Японії. Залежно від країни емісії ці облігації мають спеціальні назви: Yankee Bonds у США, Samurai Bonds в Японії, Bulldog Bonds у Великої Британії та Chocolate Bonds у Швейцарії.

Ці папери підпорядковуються регламентаціям за цінними паперами країни емісії, однак на практиці їх обіг відбувається здебільшого за принципами євrorинків, насамперед тому, що вони є безпосередніми конкурентами власне єврооблігацій. У сфері оподаткування, методів емісії та функціонування вторинного ринку правила дуже схожі на правила євrorинку. Основні відмінності породжують принципи міркування інститутів грошово-кредитного регулювання у двох з трьох основних країн емісій — США, Швейцарії та Японії.

Ринок іноземних облігацій розвивається не так динамічно порівняно з ринком власне облігацій. Ці дві категорії облігацій мали однакове значення в 70-ті роки та на початку 80-х років, але починаючи з 1982 р. євроемісії почали вдвічі перевищувати емісії іноземних облігацій, 1987 р. — у 4 рази.

З початку позики у формі вільного випуску облігацій на іноземному ринку позикових капіталів базувалися на принципі єдності місця, валюти та біржового котирування. Наприклад, французьку позику на англійському ринку капіталів випустили у фунтах стерлінгів, і англійські інвестори купували її на основі лондонського котирування.

Умови позики у формі випуску іноземних облігацій передбачають, що ставки зазвичай визначаються ставками на ринках кредиту в країнах, де імітуються іноземні облігації, та валютою, в якій вони деноміновані. Іноземні облігації у більш стійких валютах мають нижчі ставки, у менш стійких — вищі, термін обігу становить 20–30 років, відсоток, який сплачується у вигляді купона, відповідає рівню відсоткових ставок, на ринку єврокредитів і рівню кредитоспроможності емітента євробондів (відбиває кредитний ризик).

Міжнародна кредитоспроможність корпоративних позичальників, які випускають іноземні облігації, формується залежно від їх фінансового статусу та регіонального ризику.

Основними інвесторами на ринку іноземних облігацій є інституційні інвестори, які надають перевагу облігаціям з тривалим терміном погашення.

Через менші ризики, які беруть на себе андерайтери, вартість андерайтингу з іноземних облігацій сягає близько 1 % і значно менша, ніж з євробондів.

Після Другої світової війни виникли перепони для розміщення облігаційних позик, особливо в Західній Європі. Це було пов'язано з нестачею довгострокових джерел позикового капіталу та недостатнім розвитком інституційних інвесторів, нестійкістю валют і платіжних балансів, жорстким контролем за допуском іноземних позичальників на національні ринки позикового капіталу. Тому набули розвитку міжнародні облігаційні позики, які випускаються банками одночасно на кількох провідних ринках позикового капіталу в євровалюті. Ці власне міжнародні облігаційні позики, які називаються єврооблігаційними (або європозиками), уперше випус-

тили 1963 р., поступово вони почали слугувати вагомим джерелом залучення фінансових ресурсів державами, містами, корпораціями.

Практика доводить, що вихід на євროринок з емісією власних євробондів можуть здійснити тільки добре відомі емітенти, які мають намір залучити значні кошти. Тривалий час позичальниками були переважно підприємства та організації промислово розвинених країн і міжнародні інститути, а також держави. Останніми роками зросла частка банків і фінансових інститутів. Японія та США провели найбільші за обсягом емісії. Отже, ринок має значні бар'єри входу.

Розмір цих позик становить, як правило, 25–75 млн дол. Ринкова відсоткова ставка процента залежить від валюти позики та фіксується на весь термін. Ціна цінних паперів коливається залежно від рівня ринкової відсоткової ставки, яка відповідно до ринкових умов регулюється один раз на півроку. Біржове котирування здійснюється, як правило, на ринках Люксембурга, Лондона, Франкфурга-на-Майні.

Вартість позики передбачає, що позичальник сплачує одноразові комісії за управління, розміщення й продаж, за розміщення у бюлетені біржових котирувань і комісії, що повторюються, за оплату купонів, викуп цінних паперів та біржова комісія. Доходи від цінних паперів, що емітуються публічно або підлягають приватному розміщенню консорціумами міжнародних банків, звільняються від податку.

Для отримання позики використовуються різноманітні фінансові інструменти: звичайні облігації з фіксованою або плаваючою ставкою, облігації, що конвертуються в акції або супроводжуються правом на придбання акцій, інші види облігацій. Цей ринок пропонує також короткострокові цінні папери з плаваючою ставкою.

Майже до середини 80-х років більша частина європозик надавалася в євродоларах, але нині набули поширення інші євровалюти. Під час проведення емісії євробондів вибір валюти позики зумовлений:

- ступенем конвертованості валюти, який забезпечує подальшу ліквідність цих фінансових інструментів;
- стійкістю валюти, ступінь якої має врівноважувати інтереси позичальника та інвестора;

- компромісом між відсотковою ставкою та стійкістю валюти;
- розташуванням емітента.

Завдяки специфічним характеристикам цього ринку власники фінансових ресурсів мають змогу більш ефективно розміщувати їх на міжнародних ринках, отже, цей ринок слугує активним механізмом руху та перерозподілу міжнародних фінансових ресурсів.

- євробонди емітуються в різних валютах, розміщуються серед інвесторів синдикатом андерайтерів і забезпечують більшу мобільність капіталу в міжнародній економіці;
- прибуток за євробондами не оподатковується прибутковим податком;
- євробонди мають розвинений вторинний ринок і є ліквідним фінансовим інструментом, що дає змогу використовувати їх для спекулятивних операцій;
- ринок забезпечує інвестору високий рівень конфіденційності внаслідок випуску облігацій у формі “на подавача”.

Умови отримання фінансових ресурсів на ринку євробондів мають такі особливості:

- відсоткові ставки мають тенденцію коливатися на рівні ставок на національному ринку (євробонди в доларах, наприклад, мають ставки, що нагадують ставки американських облігацій);
- термін обігу євробондів становить від 5 до 15 років;
- вартість андерайтингу вдвічі перевищує вартість андерайтингу іноземних облігацій через значний ризик підвищення відсоткових ставок на місцевому національному ринку в момент викупу андерайтерами випуску в емітента.

Розвиток євроемісій з фіксованою ставкою відбувається залежно від різниці в реальному доході єврооблігацій, з одного боку, і грошових вкладів на термін три місяці, з іншого. Зі збільшенням цієї різниці обсяг євроемісій зростає. Ринок розширюється тим більше, чим більша ця різниця в період падіння відсоткових ставок: дійсно відбувається певна консолідація грошових авуарів.

Як і будь-який ринок цінних паперів, ринок євробондів має два сектори: первинний та вторинний.

Первинний ринок євробондів передбачає випуск і розміщення облігацій серед інвесторів, для позичальника це означає мобілізацію коштів.

Система заходів з випуску та розміщення євробондів називається андеррайтингом. Послуги андеррайтингу на міжнародному фінансовому ринку надають інвестиційні банки, які формують емісійні синдикати, що включають внутрішні банки та банки країни позичальників та країн інвесторів.

Організацію публічних емісій та приватного розміщення на євrorинках облігаційних позик покладено на спеціально створені для цього міжнародні синдикати (консорціуми) або пули, які мають триярусну структуру, що включає групу управління, групу розміщення та групу продажу.

Емісійний консорціум — це тимчасове співтовариство, що діє на основі публічного права. Він базується на консорціальному договорі, що встановлює цілі консорціуму, склад його учасників, керівництво консорціумом, порядок розподілу прибутків і збитків, відповідальність учасників консорціуму і тривалість його діяльності.

Метою консорціуму є не тільки випуск і первинне розміщення цінних паперів, а й запровадження їх у біржовий оборот, підтримання їх курсу тощо.

Після досягнення цілей, встановлених консорціальним договором, емісійний консорціум зазвичай, розпускають. Проте в консорціальний договір може бути включена довгострокова мета, наприклад розміщення державних позик, тому такий консорціум може існувати невизначений термін.

Розрізняють чотири види емісійного консорціуму:

- *транзитний* — забезпечує технічний бік розміщення емісії. Працюючи з таким консорціумом, емітент отримує вартість цінних паперів з оплатою їх інвесторами або кредит, що погашається залежно від оплати цінних паперів інвесторами;
- *гарантійний* — бере на себе зобов'язання викуповувати нерозміщені цінні папери за заздалегідь встановленою ціною;
- *комісійний* — купує всю емісію. Випущені цінні папери або залишаються у власності учасників консорціуму, або перепродаються інвесторам. Для перепродажу інвесторам може бути створений транзитний консорціум, до складу якого входять також учасники комісійного консорціуму;
- *комбінований* — купує емісію за фіксованим курсом і розміщує її серед інвесторів. Ризик повного розміщення розподіляється між учасниками консорціуму відповідно до квот, установлених консорціальним договором.

На практиці використовують такі способи передачі цінних паперів емісійному консорціуму.

1. **Викуп.** Консорціум повністю оплачує цінні папери, що переходять у власність учасників консорціуму. Цінні папери, які не вдалося розмістити на первинному ринку, залишаються в учасників. Відомо два варіанти викупу залишку цінних паперів:

- а) повний викуп;
- б) частковий викуп фіксованої частини з опціоном на залишок (консорціум спочатку викупує лише частину емісії, залишаючи за собою право викупити за узгодженим курсом залишок емісії або його частин).

2. **Комісія.** Консорціум розміщує емісію від свого імені й за рахунок емітента. Розподіл ризику при розміщенні встановлюється в емісійному договорі кожного разу з урахуванням конкретних умов.

3. **Посередництво.** Консорціум розміщує цінні папери від імені і за рахунок емітента. Ризик розподіляється так само, як при емісії.

Відомо два варіанти розміщення цінних паперів: відкрите й закрите. Розглянемо різновиди відкритого розміщення, що застосовуються на практиці.

1. **Відкрита підписка.** Емісійний консорціум публікує проспект підписки, в якому потенційним інвесторам пропонується спрямовувати банкам емісійного консорціуму заявки на придбання акцій або облігацій. Після закінчення терміну підписки підраховується кількість заявок інвесторів на цінні папери і здійснюється їх розподіл. У розподіл надходять цінні папери в межах квоти, виділеної консорціуму. Якщо обсяг заявок перевищив обсяг емісії, передплатники одержують менше, ніж запитували (потребували). Якщо є підстави припускати, що обсяг заявок перевищить квоту, застосовується коефіцієнтна підписка: потенційний інвестор завищує необхідну йому кількість цінних паперів, щоб уникнути можливого зменшення своєї частки

2. **Конкурсна підписка.** Розміщення, за яким інвестори можуть придбати цінні папери, заздалегідь не фіксується. Інвесторам дають змогу внести свої пропозиції щодо курсу цінних паперів. Остаточний курс розраховується на основі узагальнення й аналізу пропозицій.

3. **Децентралізована вільна підписка.** Кожний банк-учасник консорціуму розміщує виділену йому квоту емісії самостійно.

У цьому разі також зазвичай публікують проспекти підписки, але замість терміну її закінчення оголошують лише день її початку — від цього дня підписка проводиться доти, доки вся емісія не буде розміщена. У проспекті підписки зазначається тільки початковий курс розміщення, і банк може варіювати його залежно від ситуації на ринку.

Вторинний ринок євробондів діє як позабіржовий ринок. Банки організували вторинні ринки єврооблігацій у Люксембурзі, Лондоні, Франкфурті-на-Майні та в інших містах. Провідним центром торгівлі євробондами є Лондон.

Значного розвитку зазнала й інфраструктура ринку. Банк Morgan Guaranty створив 1968 р. клірингову палату в Брюсселі, у капіталі якої беруть участь 120 банків — Euroclear. Другу клірингову палату створено на початку 70-х років європейськими банками — це Центр постачання єврооблігацій (CEDEL), який налічує 94 банківських акціонери.

Торгівля здійснюється за участю маркет-мейкерів і дилерів, які купують певну кількість євробондів та пропонують євробонди інвесторам за власною ціною.

З метою підвищення професійного статусу ринку та регулювання діяльності маркет-мейкерів 1968 р. засновано Асоціацію дилерів з міжнародних облігацій (Association of International Bond Dealers, AIBD), реорганізовану 1991 р. в Асоціацію ринків міжнародних цінних паперів (International Securities Market Association, ISMA).

Членами асоціації є понад 500 дилерів, чисельність маркет-мейкерів серед них незначна через недостатню дохідність такої діяльності.

Торгівля здійснюється на принципах купонної торгівлі — покупець сплачує продавцю ціну та нараховані відсотки, що нагромадилися з часу їх останньої виплати.

Торгівля здійснюється стандартними лотами (100 облігацій). Ціна за облігацію на вторинному ринку визначається як відсоток від номіналу, виставляється котирування курсу “bid/ask”. Після здійснення угоди кошти на рахунок клієнта зарахують протягом тижня.

Хоча й кредити, що оформляються кредитним договором або проведенням емісії цінних паперів, використовуються для задоволення однакових потреб, між ними з організаційної та фінансової точки зору є багато розбіжностей. Ці розбіжності полягають у вар-

тості, термінах позики, її розмірах і швидкості одержання позикових коштів.

Співставлення умов залучення коштів за кредитами та з використанням цінних паперів дозволяє визначати їх переваги та недоліки (табл. 13).

Таблиця 13

Порівняльна характеристика умов отримання коштів при єврокредитуванні та емісії єврооблігацій

Умови	Єврооблігації	Єврокредити
Вартість	Відсоткова ставка фіксована або змінюється відповідно до ЛІБОР Сплачуються комісійні андерайтерам	Відсоткова ставка періодично переглядається на базі ЛІБОР Сплачуються комісійні за управління, участь та обслуговування кредиту
Термін	Від 5 до 15 років	Від 1 до 10 років
Розмір	Від 50 до 100 млн дол.	Від 100 до 500 млн дол.
Швидкість одержання коштів позичальником	Протягом шести тижнів після передачі доручення консорціуму андерайтерів	Протягом терміну від двох тижнів до трьох місяців

Отже, витрати в емісії облігацій значно перевищують вартість кредитів, але терміни, за які можна отримати кошти, більші.

Фінансові інновації на євrorинку. У нестабільному міжнародному середовищі, що постійно змінюється, внаслідок зміни відсоткових ставок і валютних курсів, інвестори й позичальники в будь-який момент мають пристосовуватися до обставин, водночас вони воліють максимально скористатися перевагами або недоліками податкового законодавства. Фінансові інновації, що масово поширилися впродовж 70–80-х років, задовольняють саме ці потреби.

Фінансові інновації дають змогу через застосування спеціальних видів цінних паперів забезпечити будь-яку тривалість позики — від 24 год до безкінечності. Саме міжнародні ринки найкраще пристосовані для впровадження інновацій, оскільки вони менш регламентовані, ніж національні.

Одна з перших інновацій — послуги гарантованих емісій, які мали замінити єврокредити в умовах нестабільності фінансових ринків. Вони мали на меті запропонувати цінні папери, які користуються довірою як у позичальника, який прагне забезпечити собі певні обсяги середньострокового фінансування за найсприятливішими ставками, так і кредитору, який надає перевагу короткостроковому інвестуванню коштів.

Серед таких фінансових інновацій необхідно насамперед зазначити RUF, NIF і MOFF.

Середньострокові (від 5 до 7 років) кредитні програми RUF (Revolving Underwriting Facilities) дають змогу позичальнику періодично випускати на євrorинок короткострокові (від 1 до 12 місяців) євроноти за посередництва інвестиційного банку. Якщо неможливо реалізувати цінні папери через ринкову кризу ліквідності, позичальник може викупити ці папери за ціною, застереженою раніше комерційними банками, які об'єдналися в гарантійний синдикат. Ставки реалізації визначаються індексацією за ЛИБОР заздалегідь. Завдяки цьому позичальник отримує гарантію середньострокового фінансування, що створює певні переваги.

Інші євроноти — NIF (Notes Issuance Facilities) — створено за ініціативою комерційних банків, яких не зовсім задовольняли якості RUF, що перекладали всі ризики ліквідності лише на комерційні банки. Андерайтери, не маючи жодного ризику, отримували також значні прибутки. У паперах цього типу дії з реалізації та гарантії більше не виокремлюють: банки, які бажають взяти участь у реалізації євронот, об'єднуються в синдикат, який робить заявку на придбання цінних паперів, котрі бажає випустити позичальник. Якщо позичальник не задоволений заявою, він може скористатися єврокредитом, який надасть цей синдикат на заздалегідь погоджених умовах.

Використовуються різні види RUF і NIF, які утворені відповідно до потреб як позичальника, так і банків.

І ще один вид фінансових інновацій — MOFF (Multi Options Funding Facilities). Фактично, це кредитні послуги з багатоваріантним вибором, які створені на зразок NIF і дають змогу позичальнику здійснювати випуск кількох інструментів фінансування, крім короткострокових цінних паперів, а також обирати між кількома валютами та способами розрахунку відсоткових ставок.

Останніми роками значні коливання відсоткових ставок на міжнародних і національних ринках грошей стимулювали появу та популярність на євrorинку короткострокових зобов'язань зі змінним відсотком. Відсоткові ставки за цим новим видом зобов'язань з терміном від 5 до 15 років індексуються за ЛІБОР і періодично переглядаються (як правило, кожні 6 місяців) з метою адаптування до ринкової кон'юнктури.

Поряд з облігаціями з плаваючими ставками з'явилися облігації з прогресивними та регресивними ставками, ставками, що підлягають перегляду, мінімальними та регульованими ставками, гнучкими ставками, які перетворюються на фіксовані за умови зниження ставки нижче певного рівня, ставки, що змінюються між мінімумом і максимумом, облігації з нульовим купоном, за яким прибуток передплатника забезпечується приростом вартості порівняно з ціною емісії, яка визначена номіналом.

Існують також облігації, які надають додаткову перевагу щодо відсоткової ставки, отже, емітент має змогу запропонувати відсоткові ставки нижчі, ніж за звичайними облігаціями. Це облігації, що конвертуються, та облігації з варіантами. Облігації, що конвертуються, можуть конвертуватися в нові облігації, що надає передплатникам певні переваги, насамперед у разі зміни відсотка. Облігації з варіантами дають змогу придбати облігації або акції емітента за вигіднішою для передплатника ціною.

Намагання зменшити ризики, які пов'язані зі змінністю відсоткових ставок і валютних курсів, сприяло поширенню таких інструментів, як свопи, з якими пов'язані більшість облігаційних позик.

Свопи — це повний або частковий обмін заборгованістю, механізм якого полягає в тому, що дві сторони беруть на себе зобов'язання щодо обміну на заздалегідь встановлених умовах валюти або обслуговування боргу (платежі відсотка за двома зобов'язаннями на одну й ту саму суму) впродовж періоду, який може досягати 10 років.

У свопах використовується насамперед різниця у відсоткових ставках на різних сегментах міжнародного ринку капіталів, на різних національних ринках, що дає змогу позичальнику отримати доступ до кредитних ресурсів на вигідніших умовах. Найчастіше свопи використовують корпорації-позичальники, а посередниками-організаторами є банки, деякі з них виконують роль біржі свопів (зво-

дять не двох партнерів, а одразу широку позицію по багатьох клієнтах). Операції своп утворюють самостійний середньо- та довгостроковий ринок з певним складом учасників і професійною асоціацією банків, які спеціалізуються на цих операціях, стандартною технікою та вторинним ринком.

Набули поширення також свопи активів, що їх проводять кредитори, які потребують реструктуризації балансу або отримання будь-яких інших переваг.

Через кризу неплатоспроможності у країнах, що розвиваються, з'явилися "боргові свопи", які передбачають обмін між банками та інвесторами борговими зобов'язаннями країн, що зазнають труднощів з обслуговуванням зовнішнього боргу (фактично це також свопи активів). Обмін борговими зобов'язаннями країн, які розвиваються, дав змогу відрегулювати профіль кредитного ризику країни, диверсифікувати його, надаючи можливість зниження вартості обслуговування боргу.

Контрольні питання

1. Дайте визначення міжнародного кредиту.
2. Дайте характеристику основних умов комерційного кредитування.
3. Дайте характеристику вартості кредиту як провідної умови банківського міжнародного кредиту.
4. Дайте характеристику валюти кредиту як провідної умови банківського міжнародного кредиту.
5. Поясніть, яку роль відіграють показники середнього та повного термінів кредиту.
6. Назвіть основні форми банківського кредитування експортерів та імпортерів.
7. Поясніть, які переваги в отриманні фінансових ресурсів надають такі форми фінансування, як міжнародний лізинг, факторинг і форфейтинг.
8. Дайте визначення єврокредиту.
9. Назвіть основні форми єврокредитів.
10. Якими є умови надання синдиційованого кредиту?
11. В чому полягає суть процесу сек'юритизації?
12. Поясніть, які чинники зумовили обмеження використання іноземних облігацій.

13. Дайте визначення євробондів.
14. Поясніть, чому банки все активніше вдаються до використання цінних паперів при здійсненні міжнародного фінансування.
15. Поясніть механізми використання фінансових інновацій.

Література

1. *Боринець С. Я.* Міжнародні фінанси. — К., 2001.
2. *Доминик Сальваторе.* Международная экономика. — М., 1998.
3. *Луцишин З. О.* Міжнародні валютно-фінансові відносини: практична філософія і реалії української економіки. — Тернопіль, 1997.
4. *Міжнародні валютно-кредитні відносини: Підручник / За ред. А. С. Філіпенка.* — К., 1997.
5. *Міжнародні фінанси / За ред. Н. О. Рогача.* — К., 2003
6. *Мировые финансы / Максимо Энг и др.* — М., 1998.
7. *Пebro М.* Международные экономические, валютные и финансовые отношения. — М., 1996.
8. *Смирнов В. А.* Международный кредит. — М., 1994.
9. *Шeмет Т. С.* Міжнародні фінанси. — К., 2000.

Розділ 9. Офіційні міжнародні кредитні ресурси та особливості їх руху

9.1. Центральні банки та їх операції в системі міжнародних фінансів

Центральні банки відіграють активну роль у світовій фінансовій системі, виконуючи такі функції:

- стабілізація валютних курсів;
- управління золотовалютними резервами;
- управління боргом країни;
- регулювання міжнародної діяльності банків;
- контроль за міжнародною діяльністю банків.

На сучасному етапі розвитку світової валютної системи економічні відносини в міжнародній економіці значною мірою залежать від стану національної валютної системи їх учасників, стану та рівня розвитку всіх її складових. Нестабільність національної валюти, зниження її купівельної спроможності по-різному впливають на результати економічної діяльності та виконання своїх платіжних і боргових зобов'язань учасниками міжнародних економічних відносин. Так, девальвація національної грошової одиниці є сприятливою для діяльності експортерів і для розрахунків за внутрішніми боргами. Водночас ревальвація сприяє діяльності імпортерів і здійсненню розрахунків за зовнішніми боргами.

Вирішальний вплив на стан міжнародних економічних відносин має курсова політика центральних банків — складова системи валютного регулювання. Ця система виконує свої функції через реалізацію відповідної валютної політики держави (політики курсоутворення; підтримання валютних резервів центрального банку на рівні, необхідному для забезпечення стабільності національної валюти; упровадження заходів регулювання й контролю).

Завданням валютно-курсової політики держави є забезпечення стабільної зовнішньої купівельної спроможності національних грошей, що реалізується через підтримання стабільного валютного курсу національної грошової одиниці. Провідним механізмом такої підтримки є забезпечення на валютному ринку відповідності між пропозицією та попитом на валюту. З цією метою центральний банк вдається до валютних інтервенцій, можливість яких забезпечується наяв-

ністю в центрального банку держави значних валютних резервів. Крім безпосереднього впливу на кон'юнктуру валютного ринку, для підтримання стабільності національної грошової одиниці центральний банк використовує також низку монетарних інструментів і методи валютного контролю та валютного регулювання.

На кінець 2002 р. золотовалютні резерви НБУ становили понад 4 млрд дол. США. У міжнародній практиці прийнято, що для забезпечення стабільності валютного курсу валютні резерви мають бути не менші за обсяг імпорту за два місяці. Показники обсягу валютних резервів, обчислені з урахуванням цього критерію, свідчать, що в Україні спостерігається стала тенденція до нарощування валютних резервів (табл. 14). В Україні тільки з 2001 р. валютні резерви досягли необхідного обсягу.

Таблиця 14

Динаміка зростання валютних резервів України

Показник	1996 р.	1997 р.	1998 р.	1999 р.	2000 р.	2001 р.	2002 р.
Золотовалютні резерви України* (млн дол.)	1971,6	2358,8	792,9	1093,6	1476,4	3089,5	4000,0
Золотовалютні резерви України (тижні імпорту)	5,5	7,2	2,8	5,4	5,5	7,7	8,1

* На 01.01 наступного року.

Розраховано за даними Держкомстату України. 1996–2001 рр.

Отже, результати політики нагромадження золотовалютних резервів НБУ є обнадійливими щодо створення умов для стабільності валютних курсів і економічних відносин між країнами для їх подальшого розвитку.

Світовий досвід засвідчує, що рано чи пізно курс національної валюти неминуче впаде через його штучне завищення протягом тривалого часу. Бразилія, наприклад, спрямувавши на підтримання свого реала понад 4 млрд дол. США за рахунок валютних резервів, припинила їх витрати, девальвувавши, зрештою, національну грошову одиницю.

Стабільність національної валюти оцінюють, використовуючи спеціальні показники — індикатори раннього попередження. Ста-

більшість курсу національної валюти оцінюють за таким індикатором, як рівень забезпечення пасивів у національній валюті активами в іноземній валюті. Як показники активів можна використовувати показники резервів в іноземній валюті, а як пасиви — різні грошові агрегати, залежно від моделі грошового устрою країни та інших обставин (“готівкові гроші в обігу”, “грошова маса”, але найчастіше — “грошова база”).

Одним із найбільш наочних індикаторів раннього попередження, який свідчить про можливу зміну курсу національної валюти, є співвідношення валових валютних резервів і грошової бази. Відомо, що ближче це співвідношення до 100 %, то менша ймовірність різкої дестабілізації валютного курсу. Ця закономірність успішно реалізується під час здійснення грошово-кредитної політики на принципах так званого валютного комітету (валютного бюро). Наприклад, це характерно для Естонії й Аргентини. У тих країнах, де співвідношення валових валютних резервів і грошової бази наближається до 100 %, але грошово-кредитна політика проводиться не за принципами валютного комітету (Чехія, Бразилія), валютні кризи супроводжуються відносно помірними темпами девальвації національної валюти (15–25 %). Якщо це співвідношення менше 60 %, рівень девальвації може становити 45 % і більше. Центральному банку вдалося досить плавно, без різких коливань девальвувати рубль щодо долара США, коли в Росії валові валютні резерви щодо грошової бази становили 60–80 %.

Основними чинниками виникнення зовнішнього боргу зазвичай є важкі періоди для економіки: війни, економічні спади тощо. Так, під час війни виникає необхідність переорієнтувати більшу частину ресурсів на виробництво військової продукції, що потребує значних державних витрат, на утримання армії. Це здійснюється за рахунок збільшення податків, випуску грошей і дефіцитного фінансування. Зростання оподатковування призводить до руйнування трудових стимулів, випуск грошей створює інфляційний тиск, отже, більша частина військових витрат фінансується за рахунок продажу боргових зобов'язань держави населенню. Інше джерело боргу — це економічні спади. У періоди, коли національний дохід скорочується або не може збільшуватися, податкові надходження автоматично скорочуються й призводять до бюджетних дефіцитів. І ще одне джерело боргу — політичні інтереси, через які зростають урядові витрати, а отже, збільшується бюджетний дефіцит.

Через накопичення зовнішнього боргу посилюється вплив його обслуговування на функціонування всієї національної економіки та її фінансової сфери.

Взаємодія зовнішніх запозичень із відповідними сферами економіки країни має такий характер. Зростає небезпека надмірного зростання зовнішнього боргу з позицій державного бюджету, грошово-кредитної системи, міжнародної кредитоспроможності країни. Для державного бюджету в триланцюговому кредитному циклі (залучення, використання, погашення) несприятливі наслідки надмірного зростання зовнішнього боргу пов'язані в основному зі стадією його погашення; нові позики для поточного бюджетного періоду, навпаки, створюють можливість ослабити навантаження на податкові й інші звичайні дохідні джерела, дають змогу більш гнучко маневрувати на всіх стадіях бюджетного процесу. Водночас несприятливо може складатися графік платежів за зовнішнім боргом. У кожному разі ступінь і наслідки взаємодії залежать в основному від відносної величини зовнішнього боргу.

Платіжний баланс має аналогічний характер взаємодії з борговим циклом: на зміну бажаним додатковим валютним надходженням приходиться період розплати за боргом. Тут загалом високий ступінь взаємодії, оскільки саме сальдо за поточними статтями платіжного балансу може виступати основним обмежником щодо зовнішніх запозичень і керування інвалютним боргом, а за певних обставин — навіть диктувати необхідність відстрочення боргових платежів. В умовах зростання тягаря зовнішнього боргу дедалі важче зміцнювати довіру до національної валюти, протидіяти інфляції, забезпечувати необхідними валютними резервами й валютну конвертованість. Важливим є питання про можливі несприятливі наслідки в разі надмірної девальвації національної валюти щодо зниження її реального курсу. Збільшення в подібних умовах реального тягаря платежів за зовнішнім боргом підтверджується практикою низки країн.

Керування боргом ґрунтується на управлінні реальною динамікою боргових зобов'язань та передбачає контроль за двома найважливішими показниками:

- величиною державного боргу;
- вартістю його обслуговування.

В умовах економічного зростання важливі не абсолютні розміри зовнішнього боргу, а частка у ВВП (або в експорті) і співвідношення реального відсотка й темпу економічного зростання.

Для оцінки гостроти боргової проблеми існують різні критерії. Найтиповіші з них пов'язують розмір боргу, потреби його погашення й виплати відсотків з величиною експорту, від якого залежать потенційні можливості обслуговування кредитів. Багато економістів вважають, що основний тягар боргу — саме в необхідності щорічно відраховувати відсоткові платежі, що виникають як наслідок боргу. Якщо досягнуто певного рівня платежів з обслуговування боргу щодо ВВП, держава втрачає можливість подальшого економічного зростання. Особливо важливим є співвідношення між іноземними й внутрішніми кредиторами уряду.

Межею небезпеки вважається перевищення суми боргу порівняно з експортом вдвічі, межею підвищеної небезпеки — втричі. Межею небезпеки для відсоткових платежів є відношення до експорту 15–20 %, межею підвищеної небезпеки — 25–30 %.

З погляду довгострокової стратегії керування боргом можна застосувати тимчасову структуру відсоткових ставок. Це означає, що держава, використовуючи свої можливості, репутацію, сприятливі умови тощо, створює найпривабливішу тимчасову структуру боргу, беручи за відправну точку облігації максимально можливої тривалості. Мінімізація поточної вартості обслуговування боргу припускає, що прибутковості якісно однорідних зобов'язань не мають значно різнитися. Якщо якийсь папір забезпечує відносну економію, варто розширювати його емісію, вилучаючи з обігу не вигідні випуски.

Протягом останніх десятиліть ХХ ст. накопичився досвід керування зовнішньою заборгованістю. Серед основних методів керування зовнішньою заборгованістю — реструктуризація через обмін на інші боргові зобов'язання (борг/борг) або через обмін на пайові зобов'язання (облігації/акції) та викуп.

Практика реструктуризації боргу демонструє використання країнами таких двох варіантів конверсії борг/борг:

- обмін боргових зобов'язань, номінованих у національній валюті, на облігації, чий номінал виражений в іноземній валюті;
- обмін одних “зовнішніх” (як правило, Brady bonds) боргів на інші.

Мета таких варіантів обміну (крім “подовження” боргу, що зазвичай відбувається в будь-якому випадку) — реструктуризація боргу на користь “зовнішньої” його частини, що на певному етапі відповідає інтересам уряду, дозволяючи інвесторам уникнути “курсowego” ризику. В іншому випадку центральні банки як суб’єкти управління боргом змінюють структуру лише зовнішнього боргу. Інвестори при цьому мають змогу обміняти наявні в них боргові зобов’язання на більш дохідні, хоча і більш ризиковані (іноді внаслідок більш тривалого терміну обігу, іноді через відсутність забезпечення) інструменти.

Також обмін типу “облігації–облігації” використовується у рамках угод з міжнародними клубами кредиторів — Лондонським і Паризьким. Принципово цей варіант мало чим відрізняється від “плану Брейді”, за винятком того, що в цьому разі не використовується забезпечення облігацій високонадійними цінними паперами, а також те, що погашення боргу відбувається по наростаючій, тобто обсяг купонних виплат збільшується з року в рік.

Основна ідея сек’юритизації полягає в тому, що країна-боржник емітує нові боргові зобов’язання у вигляді облігацій, які або безпосередньо обмінюються на старий борг, або продаються. Якщо облігації продано, виручені кошти спрямовують на викуп старих зобов’язань.

Уперше схема “облігації–облігації” була застосована 1989 р. у Мексиці. Тоді кредиторам (зокрема, власникам цінних паперів, які опинилися у стані дефолту; банкам і компаніям, які видали синдикувані кредити тощо) було запропоновано на вибір три варіанти реструктуризації заборгованості.

Перший варіант припускав обмін наявних в інвесторів боргових зобов’язань за номінальною вартістю на 30-річні облігації з одночасним списанням 35 % суми заборгованості (Discount Bonds). Купонна ставка (виплата купона — один раз на півроку) цих облігацій становила LIBOR + 13/16 % річних. Другий варіант передбачав обмін боргів з їхньою номінальною вартістю на 30-річні облігації (Par Bonds) 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 % — в японських ієнах (купонна ставка на момент випуску облігацій передбачалася нижчою за ринкові показники, нижчою за аналогічну піврічну

середньоринкову ставку). Причому 25 % загального обсягу емісії і 5 % обсягу купонних виплат за обома видами цінних паперів були гарантовані облігаціями казначейства США, які Мексика отримувала за рахунок коштів, виділених міжнародними фінансовими організаціями.

Третя можливість полягала в тому, що банки могли скористатися до 125 % “заморожених” коштів (“заморожена” сума плюс компенсація 25 % цієї суми) без обліку боргів, які реструктуризувалися за першим чи другим сценарієм як нові кредитні ресурси (New Money) після закінчення чотирирічного періоду (тобто ці кошти можна було знову використовувати для видачі кредитів економічним агентам).

У ході цієї операції 49 % боргів їх власники виміняли на Discount Bonds, 41 % — на Par Bonds, 10 % — на New Money. Усього було реструктуризовано боргів на загальну суму 48,9 млрд дол. (з урахуванням списання накопичених відсотків).

Найпоширенішим способом проведення подібних угод є план Брейді (за іменем глави казначейства США, який уперше виступив з такою ініціативою 1989 р.). Підстава для реалізації цієї схеми в тій чи іншій країні — узгодження урядом цієї держави програми економічних дій з МВФ (звичайно, вона називається Structural Adjustment Program). Загалом “план Брейді” реалізується в такий спосіб. Уряд країни, що має намір реструктуризувати свій національний борг, досягає певних домовленостей із МВФ і розробляє разом з фондом програму структурної перебудови економіки, що передбачає надання країні нових кредитних ресурсів. Після того як ця програма починає успішно втілюватися в життя, інвесторам пропонують обміняти наявні в них коротко- і середньострокові боргові зобов’язання на довгострокові цінні папери, номіновані, звісно, у валюті однієї з держав “великої сімки”, що частково забезпечена US T-Bills. При чому відбувається часткове списання боргу (від 20 до 50 %). Світове співтовариство має у своєму розпорядженні досить могутні важелі впливу на інвесторів, які сумніваються в доцільності такої угоди. Так, у США були прецеденти, коли збитки, яких зазнали американські компанії від фінансових операцій у країнах, що реалізують “план Брейді”, не зменшували оподатковувану базу, якщо певна компанія не погоджувалася на реструктуризацію.

Згодом аналогічні варіанти реструктуризації було застосовано в країнах Латинської Америки (Аргентині, Бразилії), Східної Європи (Болгарії, Польщі), Африки (Нігерії, Марокко), Південно-Східної Азії (Філіппінах). У ході реалізації цієї програми Всесвітній банк, МВФ і Експортно-імпортний банк Японії створили спеціальний фонд у 32 млрд дол. для забезпечення випуску Brady bonds; на ці кошти фондом придбавалися US T-Bills як забезпечення нових цінних паперів. Зазначена схема широко використовувалася для реструктуризації не тільки державних, а й корпоративних, насамперед банківських, боргів і тим самим давала змогу проводити реорганізацію національної банківської системи в досить сприятливих умовах.

Для реструктуризації зовнішньої заборгованості приватні кредитори обрали програму зниження боргу і його обслуговування в межах плану Брейді.

У 1991 р. Польща уклала угоду про реструктуризацію боргу з Паризьким клубом щодо зниження боргу та його обслуговування на 50 % за торонтськими умовами на суму 15 млрд дол. Решта боргу реструктуризувалася на 20 років із використанням значного пільгового періоду виплати основної частини боргу. З квітня 1994 р. розпочався другий етап, який не завершено донині. Укладено додаткову угоду з Паризьким клубом про зниження боргу ще на 20 %, передбачено схему конверсії боргу в національну валюту. У вересні 1994 р. укладено угоду з Лондонським клубом про реструктуризацію боргів комерційних банків на загальну суму 113 млрд дол. Відповідно до прийнятих умов борг зменшувався за рахунок викупу частини зобов'язань з 55 % дисконтом, обміну зобов'язань на облігації Брейді зі знизеним номіналом (55 центів за 1 дол.) терміном обігу 30 років.

Реструктуризація зовнішнього боргу Болгарії здійснювалася в основному аналогічно. Було викуплено борг із вторинного ринку з дисконтом 75 %, проведено емісію дисконтних облігацій 50 % проти номінальної вартості з терміном обігу 30 років і ринкової відсоткової ставки, а також емісію “фронтальних” облігацій терміном на 18 років з пільговим періодом виплати відсотків.

Крім того, дуже поширені варіанти випуску Brady bonds з певними привілеями. Так, Мексика, Венесуела і Нігерія (країни, економіки яких значною мірою залежать від експорту нафти) під час випуску облігацій типу Par передбачали до них спеціальні варанти, що надавали право власникам облігацій одержувати додатковий дохід

у разі зростання світових цін на нафту. Технічно це виглядало так (на прикладі Мексики): власник облігацій одержував додатковий дохід, пропорційний різниці між середньою експортною ціною мексиканської нафти протягом купонного періоду і відносною ціною. Відносна ціна визначалася як вартість мексиканської нафти на момент випуску облігацій (14 дол./барель), помножена на інфляційний коефіцієнт, що розраховується МВФ. Якщо ця різниця була від'ємною, інвестор не зазнав жодних збитків.

Усього в ході реструктуризації боргів за планом Брейді у період з 1989–1998 рр. було випущено облігацій на загальну суму 132,8 млрд дол. (табл. 15).

Таблиця 15

Обсяг випуску облігацій типу Brady bonds у 1989–1998 рр.

Країна	Сума, млрд дол.
Аргентина	23,84
Болгарія	4,65
Бразилія	51,43
Домініканська Республіка	0,52
Йорданія	0,74
Коста-Ріка	0,53
Кот-д'Івуар	2,46
Мексика	20,42
Нігерія	2,05
Панама	3,22
Перу	4,84
Польща	7,66
Уругвай	0,73
Філіппіни	3,37
Еквадор	6,37
Разом	132,84

Джерело: International Monetary Fund, OECD, World Bank.

Прикладом добре організованої реалізації схеми “облігації–акції” є програма реструктуризації державного боргу Аргентини 1987 р. Тоді інвесторам запропонували або використовувати кошти, заморожені раніше в довгострокових інвестиційних проектах під контролем центрального банку (аналог New Money у плані Брейді), або взяти участь у процесі акціонування підприємств, що були в державній власності, у межах процесу первинної приватизації. Згодом власникам заморожених боргів надали і третю можливість використання цих коштів: якщо інвестору не вдалося взяти участь у процесі приватизації, а умови капіталізації коштів у центральному банку виявилися для нього неприйнятними, він міг придбати акції приватизованих компаній на вторинному ринку.

Довгострокові інвестиційні проекти реалізовувалися в такий спосіб: щонайменше 30 % суми проекту вносилося “живими” грошима, решта — замороженими паперами відповідно до їхньої дисконтованої вартості. Вартість імпортного устаткування, ПДВ і вартість нерухомості, задіяної у проекті, виключалися з його сумарної вартості. Реструктуризація передбачала селекцію паперів — більшість проектів були орієнтовані на агропромисловий комплекс, туризм і автомобілебудування, а інвестиції в нерухомість і фінансовий сектор були заборонені.

Серед арсеналу методів поліпшення структури боргу певні переваги має викуп, у нього найбільш ринковий характер порівняно з іншими. Прикладом таких операцій може бути пропозиція уряду Аргентини у вересні 1997 р. про викуп двох випусків облігацій: Pro1 (номінованих у песо, купон — 3,69 % річних) і Pro2 (номінованих у доларах США, купон — одномісячний LIBOR), що погашаються 2007 р. Власники цих паперів могли або поміняти їх на 30-річні валютні облігації з купонним доходом у 9,75 % річних, або продати їх за фіксованою ціною.

Аргентина, пропонуючи подібний варіант дострокового погашення паперів, отримувала відомий фіскальний прибуток: обмін інвесторами облігацій Pro1 і Pro2 на суму, наприклад, 1 млрд дол. для кожного випуску призвів би до скорочення витрат федерального бюджету на наступні п’ять років більш як на 400 млн дол. Інвестори натомість могли одержати більш дохідний, щоправда і більш “довгий”, фінансовий інструмент, що, у принципі, відповідало настроям інвесторів, схильних до довгострокового інвестування. До того ж власники облігацій Pro1 могли конвертувати цінні папери,

номіновані в національній валюті, у боргові зобов'язання, виражені в доларах США.

Контроль за міжнародною діяльністю банків і міжнародними фінансовими ринками здійснюється центральними банками на принципах узгодження дій і співробітництва через постійні консультації та прийняття рекомендацій, якими вони керуються на національному рівні регулювання. Отже, основою регулюючої діяльності є консолідація національних правил і практики міжнародної банківської діяльності.

Одним із напрямів розбудови системи контролю є уніфікація стандартів бухгалтерського обліку міжнародних операцій банків.

Координацію цієї діяльності здійснює Базельський комітет, заснований на підставі угоди 1974 р. центральних банків країн “десятки” та Швейцарії.

Базельський комітет розробляє рекомендації щодо організації контролю за діяльністю банків та їх філій і за системою ризиків, норми їх платоспроможності та ліквідності, методи формування резервів.

9.2. Міжнародні фінансові організації в системі міжнародних фінансів

9.2.1. Діяльність Міжнародного валютного фонду в системі міжнародних фінансів

Міжнародні фінансові організації створені за рішенням міждержавних угод. Серед цих організацій Міжнародний валютний фонд (МВФ), Світовий банк (СБ), Європейський банк реконструкції і розвитку (ЄБРР). Вони співпрацюють з багатьма країнами світу, умови співпраці передбачають членство країн у цих міжнародних фінансових організаціях. Країни — члени цих організацій роблять внески у статутний фонд, кошти з якого використовуються на фінансування країн-членів і тих програм, що відповідають вимогам статуту цих фінансових інститутів.

Основною функцією міжнародних фінансових організацій є сприяння нагромадженню та перерозподілу офіційних міжнародних фінансових ресурсів на пільгових умовах порівняно з ринковими.

Основними джерелами цих ресурсів є державні кошти країн-членів і кошти, запозичені на міжнародному фінансовому ринку.

Офіційні фінансові ресурси через посередництво міжнародних фінансових організацій рухаються до країн-донорів (рис. 2).



Рис. 2. Схема руху фінансових ресурсів за посередництва МФО

Міжнародні фінансові організації не є традиційними кредитними інститутами, хоча їхня діяльність організована на принципах кредитування.

Провідною міжнародною фінансовою організацією є **Міжнародний валютний фонд**. Це міжурядова валютно-кредитна організація, яка має статус спеціалізованої установи системи ООН і покликана регулювати валютні відносини між державами-членами і надавати їм коротко- і середньострокові кредити в іноземній валюті для покриття дефіциту платіжних балансів.

Офіційно МВФ розпочав свою діяльність 27 грудня 1945 р. після підписання статей угоди МВФ 29 країнами. Відповідно до статуту основною метою МВФ є сприяння розвитку міжнародної валютно-фінансової співпраці шляхом встановлення норм регулювання валютних курсів і контролю за їх дотриманням, багатосторонньої системи платежів і ліквідації обмежень, надання країнам-членам валютних коштів для фінансування дефіциту платіжних балансів.

На 15 січня 1999 р. членами цієї організації було 182 країни.

Формування ресурсів МВФ. Капітал МВФ формується за рахунок внесків країн-членів за встановленими для кожної з них квотами.

На початку 1999 р. сукупний обсяг квот МВФ зріс з 145,6 млрд СДР (204 млрд дол. США) до 212 млрд СДР (приблизно 297 млрд дол. США). За даними Фонду, розширення квот дасть змогу збільшити ресурси МВФ на 45 млрд СДР (приблизно 63 млрд дол. США).

Квота має відбивати відносні розміри економіки держави-члена; МВФ встановлює її самостійно на основі аналізу добробуту і функціонування економіки країни (ураховуються показники ВВП, обсяг зовнішньоекономічної активності тощо).

Квота держав – членів МВФ, виражена в СДР, є одним із основних елементів її фінансових та організаційних відносин з Фондом:

- квота визначає кількість голосів, яку має у своєму розпорядженні країна при прийнятті рішень у Фонді*;
- квота кожного члена визначає його максимальний доступ до фінансових ресурсів МВФ;
- квота визначає також частку держави-члена в розподілах СДР, що проводяться МВФ.

Держава-член має виплатити до 25 % його квоти в СДР або у валюті інших держав-членів, визначеній МВФ за їхньою згодою; інша частина виплачується в національній валюті країни-члена.

Розмір квот переглядається кожні п'ять років і може або збільшуватися, або зменшуватися залежно від потреб МВФ та економічного процвітання країни.

Основні принципи кредитної діяльності МВФ:

- надання країнам-учасникам кредитних ресурсів відповідно до розмірів їхніх квот;
- надання кредитних ресурсів країнам-членам у розмірах, що перевищують резервну частку країни в капіталі Фонду, на умовах проведення ними певних змін у своїй економічній політиці.

Перед отриманням обумовлених кредитів країна-член погоджує з Фондом програму фінансово-економічної стабілізації терміном від одного до трьох років. Залежно від ходу виконання цієї програми країні надаються валютні кошти, передбачені кредитною угодою з МВФ. Наявність такої угоди та відповідної домовленості з МВФ

* Кількість голосів вираховується за принципом 1 голос за кожні 100000 СДР квоти плюс 250 базових голосів, на які має право кожна держава-член. Із сукупного обсягу квот у розмірі 212 млрд СДР (297 млрд дол. США) 2/3 належать промислово розвиненим країнам. 22 січня 1999 р. МВФ ухвалив, що країнам-членам, які мають більше як 85 % сукупного обсягу квот МВФ, дозволено збільшити їхні квоти в одинадцятому перегляді квот.

розглядається як міжнародне визнання платоспроможності країни, що розвивається, і як необхідна передумова полегшення її боргового тягара з боку інших офіційних і приватних кредиторів.

Характеристика операцій, що проводяться МВФ. МВФ надає коротко- і середньострокову фінансову допомогу на поворотній основі членам, які зазнають тимчасових труднощів з платіжним балансом, у вигляді ресурсів у конвертованій валюті для поповнення їх запасів. Така допомога надається за умови, що уряд країни бере зобов'язання виправити економічну політику, яка призвела до порушення платіжного балансу.

До всіх держав-членів застосовуються єдині правила доступу до загальних ресурсів МВФ, тобто до його авуарів у валюті країн-членів і СДР, а також до позикових ресурсів. Доступ до ресурсів МВФ визначається виходячи з потреб країни у фінансуванні платіжного балансу й з інтенсивності заходів щодо стабілізації економіки, при чому ліміт фінансування кожної країни залежить від розмірів її квоти. І лише у виняткових випадках ліміти можуть бути перевищені.

Ліміти на використання ресурсів МВФ переглядаються щорічно з урахуванням багатьох чинників, зокрема масштабів проблем країн-членів у галузі платежів і змін у стані ліквідності МВФ.

Кредити, отримані від МВФ, країни мають виплатити протягом 3–5 років, однак не пізніше ніж через 10 років. Відсоткові ставки набагато менші за ринкові. Використовуючи ресурси МВФ, країни виграють час для виправлення економічної політики і відновлення економічного зростання, не вдаючись до заходів, які є шкідливими для економік інших країн — членів МВФ.

Без обмежень країна може отримати кредити лише в незначних розмірах: у межах 25 % квоти (колишньої золоті частки) і на суму іноземної валюти, яку вона раніше надала у позику Фонду. Ці кредити називаються резервною позицією країни у МВФ.

Крім того, МВФ також надає технічну допомогу щодо організації центральних банків, встановлення і реорганізації системи оподаткування і допомогу для організації агентств із збирання та опублікування економічних статистичних даних.

Основні види кредитів МВФ. МВФ надає кошти як зі своїх загальних ресурсів, так і в межах механізмів пільгового фінансування. Пільгове фінансування в межах механізмів фінансування

структурної перебудови та розширеного фінансування структурної перебудови забезпечується у вигляді кредитів.

Держави-члени користуються загальними ресурсами МВФ через запозичення валют інших держав-членів або СДР в обмін на еквівалентну суму у власній валюті. МВФ стягує збори за користування такими позиковими коштами і вимагає, щоб держави-члени протягом певного терміну викупили свою валюту в МВФ (сплатили заборгованість), використовуючи для цього валюту інших держав-членів або СДР.

Фінансові ресурси МВФ надаються в межах механізмів звичайного та спеціального фінансування.

До звичайних механізмів належать:

- запозичення в межах резервної частки;
- запозичення в межах кредитної частки;
- домовленості про кредити стендбай;
- механізм розширеного фінансування.

Резервна частка. Розмір резервної частки держави-члена визначається сумою, на яку його квота перевищує авуари МВФ у валюті певної країни на рахунок загальних ресурсів, за винятком авуарів, що виникли внаслідок запозичень держави-члена в межах будь-яких програм використання загальних ресурсів МВФ. Держава-член може будь-коли вдатися до запозичення в межах всієї суми своєї резервної частки, причому єдиною умовою для такого запозичення є наявність потреб у фінансуванні платіжного балансу. Запозичення в межах резервної частки не є використанням кредитів МВФ, вони не оподатковуються, не передбачають і не потребують подальшого погашення.

Кредитні частки. Кредити МВФ надаються частками (або траншами), що дорівнюють 25 % квоти держави-члена. Для того щоб зробити запозичення в межах першої кредитної частки, державачлен має продемонструвати, що вона намагається врегулювати платіжний баланс. Запозичення в межах першої кредитної частки не поділяються на етапи, і критерії реалізації до них не застосовуються.

Запозичення в межах кредитної частки здійснюється частинами за умови, що реалізація урядом заходів політики відбувається відповідно до узгодженої з МВФ програми. Такі запозичення звичайно пов'язуються з домовленостями про кредити стендбай або про роз-

ширене фінансування. Як правило, ці домовленості спрямовані на подолання проблем платіжного балансу і в разі потреби, на підтримку реформ структурної політики. Здійснення заходів політики уряду оцінюється на основі критеріїв реалізації і за допомогою періодичних загальних оглядів програм.

У Статуті МВФ (ст. ХХХ) зазначено: “Механізм “стендбай” полягає у рішенні Фонду, за яким державі-члену надається гарантія, що вона зможе здійснити закупівлю протягом певного періоду і в певному обсязі відповідно до умов зазначеного рішення”. Отже, ідеться про відкриття для держави кредитної лінії.

Домовленості про кредит стендбай. Домовленості про такі кредити дають державі-члену право на позичання протягом встановленого терміну в межах застереженої суми. Запозичення проводиться поетапно (щоквартально), а виділення відповідних коштів залежить від виконання критеріїв реалізації і завершення періодичних оглядів здійснюваних програм. Критерії реалізації, як правило, розповсюджуються на кредитну політику, потреби уряду або державного сектора в кредитах, обмеження щодо торгівлі й платежів, зовнішнє запозичення і розміри резервів. Ці критерії дають змогу як державі-члену, так і МВФ оцінювати досягнуті результати і можуть вказувати на необхідність подальшого коригування. Якщо критерії реалізації не виконуються, держава-член може брати наступні позики лише за умови досягнення між нею і МВФ угоди про відновлення запозичень.

Термін дії домовленостей про кредити стендбай зазвичай становить від 12 до 18 місяців (хоч він може бути подовжений до 3 років), а погасити отримані кредити належить за 3,5–5 років після отримання кожної позики.

Механізм розширеного фінансування (EFF). Допомога державам-членам у межах EFF надається на більш тривалий термін і в більших обсягах, ніж у межах механізму кредитних часток. Як правило, термін дії домовленостей про розширене фінансування становить три роки (але він може бути подовжений на четвертий рік). Ці домовленості мають усунути диспропорції платіжного балансу, що спричинені в основному структурними проблемами і потребують більш тривалого часу для стабілізації. Передбачається, що держава-член, яка звертається із запитом щодо застосування механізмом розширеного фінансування, має представити програму, виклавши

свої цілі й заходи політики уряду на весь період дії домовленості, а також щорічно надавати документ із докладним викладом курсу та заходів економічної політики, якою вона керуватиметься в наступний 12-місячний період. У межах цього механізму передбачається схожа з домовленостями про кредити стендбай поетапність виділення коштів і використання критеріїв реалізації, хоча можливе й поетапне виділення коштів щопівроку. Країни, що користуються ресурсами ERF, мають відшкодувати позичену ними валюту в термін від 4,5 до 10 років з моменту отримання позики.

До спеціальних механізмів фінансування належать запозичення:

- у межах фінансування системних перетворень (STF);
- механізми компенсаційного і надзвичайного фінансування (ССФФ);
- механізми пільгового фінансування, наприклад механізм фінансування структурної перебудови (САФ), у межах яких надаються пільгові кредити державам-членам з низьким рівнем прибутку з метою підтримки середньострокових програм макроекономічної стабілізації й структурної перебудови та ін.

Механізм фінансування системних перетворень (STF). Цей тимчасовий механізм створили у квітні 1993 р. через потреби країн з перехідною економікою. Він дозволяв надавати фінансову допомогу державам-членам, що зазнають труднощів у галузі платіжного балансу внаслідок переходу від торгівлі, переважно орієнтованої на неринкові ціни, до багатосторонньої торгівлі, заснованої на принципах ринку. Доступ до ресурсів за цим механізмом обмежувався щонайбільше 50 % розміру квоти, а кошти могли надаватися двома частинами на доповнення до фінансування, що стримують у межах інших механізмів МВФ. Починаючи з 1 травня 1995 р. держави-члени вже не можуть брати нові позики в межах STF, однак ті держави-члени, перша позика яких до того часу вже була затверджена, мали право отримати другу частину коштів, що позичалися до кінця грудня 1995 р.

Із 20 країн, що скористалися механізмом фінансування STF, Україна отримала найбільшу суму коштів — 0,5 млрд СДР двома траншами.

Україна і МВФ: історія відносин. 27 грудня 1991 р. Україна звернулася до МВФ щодо вступу до цієї організації і 27 квітня 1992 р. була прийнята рішенням ради директорів МВФ з визначенням початкової квоти для України в розмірі 665 млн СПЗ. Під час

загального перегляду квот Україні надано право після узгоджень збільшити квоту до 997,3 млн СПЗ (0,69 %). Розмір квоти визначив кількість голосів України в МВФ — 10223 (0,69 % загальної кількості голосів). Керуючим МВФ від України призначено голову правління НБУ. На початку 2000 р. квота збільшилася з 997,3 млн СДР (близько 1385 млн дол. США) до 1372,0 млн СДР (близько 1905,4 млн дол. США). Заборгованість перед МВФ становить 1,8 млрд СДР (приблизно 25,3 млрд дол. США). Усі країни при вступі в МВФ зобов'язані внести чверть своєї квоти в ресурси Фонду. Тим країнам, які мають нестачу коштів, дозволили повернути їхній внесок. Такою можливістю, зокрема, скористалася Україна, яка наступного дня після внесення чверті своєї квоти вилучила ці кошти. Економічно розвинені країни, залишаючи свою чверть, формують ресурси, які спрямовують на фінансову підтримку країн, які цього потребують.

Законом України “Про вступ України до Міжнародного валютного фонду, Міжнародного банку реконструкції і розвитку, Міжнародної фінансової корпорації, Міжнародної асоціації розвитку та Багатостороннього агентства гарантії інвестицій” від 3 червня 1992 р. № 2402-ХІІ офіційним фінансовим агентом в операціях з Фондом визначено Міністерство фінансів України, а Національний банк України — банком-депозитарієм, який обслуговує рахунки МВФ у національній валюті та здійснює відповідні валютні операції.

МВФ у 1994–1995 рр. був єдиним кредитором України, який сповна виконав взяті на себе зобов'язання щодо фінансування дефіциту платіжного балансу нашої країни.

Рада директорів МВФ рішенням від 10 травня 1996 р. дозволила Україні впродовж наступних 9 місяців одержувати кредитні кошти в межах поновленої програми стендбай за умов виконання погодженої програми економічної політики на 1996 р.

Відповідно до Меморандуму економічної політики Уряду на 1996 р. МВФ заплановано надання позики стендбайд в сумі 598,2 млн СПЗ, або 865,9 млн дол. США. Хоча сума була досить незначною, це не применшувало важливості самого факту надання кредиту, а свідчило про визнання та схвалення МВФ економічних процесів, що відбувалися тоді в Україні. Рішення про виділення зазначених коштів МВФ ухвалив, оскільки Україна виконала всі монетарні й фінансові показники програми стендбай. Але на початку 1998 р. ситуація кардинально змінилася не на краще для України. У березні цього року

МВФ призупинив на невизначений термін надання чергового кредиту розміром 50 млн дол. США. Свою відмову МВФ пояснив тим, що Україна перевищила запланований рівень бюджетного дефіциту. У першому кварталі поточного року він становив 1430 млн грн, хоча з Фондом було узгоджено показник 650 млн грн. Причому зростання дефіциту в березні становило 1108 млн грн, що, найімовірніше, пояснюється реалізацією соціальних програм перед виборами. Загалом за програмою стендбай Україні виділено 542 млн дол. США, з яких станом на 29 січня 1998 р. одержано приблизно 250 млн дол. США.

Якщо в загальних рисах проаналізувати співробітництво України з МФО, необхідно зазначити внесок цієї організації у розвиток економіки України в розмірі близько 4 млрд дол. США. Ці кошти допомогли нашому Уряду розв'язати багато проблем, що стосувалися платіжного балансу, регулювання валютного курсу національної валюти та економічного розвитку.

Отже, можна виокремити такі етапи співпраці України з МВФ: *Перший етап* (1994–1995 рр.) — надання МВФ кредитів за програмою системної трансформаційної позики у сумі 742 млн дол. для підтримки платіжного балансу України. Труднощі з ним виникли внаслідок загострення економічної кризи та змін у структурі і цінових умовах зовнішньої торгівлі, основною з яких став перехід до світових цін на енергоносії.

Другий етап (1995–1998 рр.) — реалізація трьох програм стендбай, затверджених в обсязі 2185,5 млн дол. Ці кредити призначалися для підтримання курсу національної валюти й фінансування дефіциту платіжного балансу України. Завдяки реалізації двох перших програм наша держава дістала доступ на світові ринки капіталу, а за третьою в серпні 1997 р. було відкрито кредитну лінію (термін — один рік) на загальну суму 542 млн дол. Україна отримала лише 242,2 млн дол., оскільки у березні 1998 р. МВФ відмовив у наданні чергових траншів через порушення Урядом окремих показників Меморандуму економічної політики, зокрема дефіциту державного бюджету. Основною проблемою цього періоду стала фінансова криза у вересні 1998 р. Завдяки наданню МВФ своєчасної допомоги Україні девальвація гривні була поступовою, до того ж вдалося уникнути її обвалу з непередбачуваними для банківської системи наслідками. Водночас у політиці Уряду та НБУ щодо підтримання стабільності національної грошової одиниці були суттєві суперечності. Її штучно завищений обмінний курс підтри-

мувався надвисокими відсотковими ставками за державними цінними паперами для масштабного залучення іноземного капіталу на ринок ОВДП. Під тиском короткотермінових завдань Уряд України не враховував можливих наслідків поспішної лібералізації ринку капіталів для портфельних інвесторів. У II півріччі 1997 р. напрям руху іноземного капіталу, спекулятивного за своєю сутністю, змінився на зворотний під впливом подій на міжнародних ринках. Компенсаційним джерелом фінансування його відпливу стали валютні резерви НБУ, рівень яких за 1998 р. зменшився майже на 2 млрд дол. (з 2,34 млрд дол. на кінець 1997 р. до 0,76 млрд дол. на кінець 1998 р.).

Третій етап (1998–2001 рр.) розпочався у вересні 1998 р. за провадженням трирічної Програми розширеного фінансування (EFF), якою передбачено надання позики на загальну суму 2,226 млрд дол. Головна її мета — сприяння макроекономічній стабілізації в Україні та виходу на позитивну економічну динаміку, забезпечення протягом 2001–2005 рр. щорічних темпів зростання реального ВВП на рівні щонайменше 4–5 %. На 1 січня 2001 р. у межах цієї програми отримано понад 1 млрд дол., які спрямували на поповнення валютних резервів НБУ. За період співпраці з МВФ наша держава отримала від нього кредитів на загальну суму 3,5 млрд дол.

Нині борг України перед МВФ становить близько 1,77 млрд дол. (табл. 16).

Новий етап співпраці з МВФ розпочався у 2004 р. Восени 2003 р. Кабінет Міністрів звернувся до МВФ із проханням поновити співробітництво з Україною, затвердивши нову програму “попередній стендбай”. За цією програмою передбачені кошти розміщено на рахунках МВФ і їх буде виділено тільки в разі особливої ситуації за запитом України.

Рада директорів МВФ схвалила 29 березня 2004 р., виділення Україні кредиту в розмірі 605 млн дол. у межах програми “попередній стендбай”. За повідомленням МВФ, кошти виділено на 12 місяців. Рішення прийняли на підставі того, що Україна досягла стійкого відновлення економіки і пододала інфляцію після фінансової кризи 1998–1999 рр., упевненість у макроекономічній стабільності сприяла ремонетизації економіки, збалансованості платежів, зміцненню міжнародних резервів, значному поліпшенню економіки в цілому.

Це має сприяти відновленню співробітництва України з Всесвітнім банком і Європейським банком реконструкції і розвитку, а також сприяти зниженню міжнародними рейтинговими агентствами ризиків інвестування в економіку України.

Таблиця 16

**Динаміка та структура зовнішнього державного боргу України,
млрд дол. США**

Кредитори	1997 р.	1998 р.	1999 р.	2000 р.	2001 р.	2002 р.	2003 р.
Зовнішній борг — разом	0,396	3,624	4,828	8,217	8,839	9,555	12,48
1. Заборгованість за позиками МФО;	0,000	0,000	0,477	2,211	3,444	4,022	5,073
Світовий банк	0,000	0,000	0,101	0,503	0,905	1,212	1,749
Міжнародний валютний фонд	0,000	0,000	0,371	1,565	2,263	2,392	2,811
ЄБРР	0,000	0,000	0,005	0,003	0,035	0,066	0,161
2. Заборгованість за позиками, наданими іноземними державами	0,396	3,624	4,351	4,806	4,275	3,854	2,958
Росія	0,000	2,704	2,704	3,060	2,381	2,001	1,072
Туркменістан	0,000	0,000	0,713	0,708	0,704	0,599	0,458
Молдова	0,000	0,028	0,028	0,019	0,000	0,000	0,000
Казахстан	0,000	0,001	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Японія	0,000	0,000	0,000	0,000	0,182	0,150	0,150
Кредитні лінії	0,396	0,891	0,906	0,745	0,860	1,013	1,217
Інші кредити	0,000	0,000	0,000	0,274	0,148	0,091	0,061
3. Заборгованість за позиками, наданими іноземними комерційними банками	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,559	1,650
4. Зовнішня заборгованість, не віднесена до інших категорій	0,000	0,000	0,000	1,200	1,120	1,120	1,155

9.2.2. Кредити Світового банку

Міжнародний банк реконструкції і розвитку (МБРР), який часто називають Світовим банком (СБ), заснований у липні 1944 р. в Бреттон-Вудсі одночасно з МВФ на валютній і фінансовій конференції, що проводиться ООН. Угода про МБРР, яка одночасно є його статутом, офіційно набула чинності 27 грудня 1945 р. Свою діяльність банк розпочав 25 червня 1946 р.

Основна мета Світового банку — сприяти економічному та соціальному прогресу в країнах, що розвиваються, допомагаючи їм підвищення продуктивність, щоб населення цих країн краще і більш повноцінно. Іншими словами банк сприяє довгостроковому економічному зростанню, завдяки якому підвищується життєвий рівень у країнах, що розвиваються.

Міжнародний банк реконструкції і розвитку:

- намагається сприяти економічному розвитку найбідніших країн світу;
- надає допомогу країнам, що розвиваються, через довгострокове фінансування проектів і програм розвитку;
- надає найбільшим країнам, у яких ВВП на душу населення становить менше 1200 дол. на рік, спеціальну фінансову допомогу через Міжнародну асоціацію розвитку (МАР);
- підтримує приватні підприємства в країнах, що розвиваються, через свою дочірню організацію — Міжнародну фінансову корпорацію (МФК);
- збільшує свої фінансові ресурси через позики на міжнародному ринку облігацій;
- має статутний капітал у 175 млрд дол., з якого близько 9 % оплачують країни-члени.

У Бреттон-Вудсі міжнародне співтовариство визначило коло завдань для Всесвітнього банку, які відображено в його офіційній назві — Міжнародний банк реконструкції і розвитку, покладаючи на нього основний обов'язок — фінансування економічного розвитку. Перші кредити Всесвітнього банку надавалися наприкінці 40-х років для фінансування відновлення зруйнованих війною економік країн Західної Європи. Після того як ці країни здобули певну економічну самостійність, Всесвітній банк зосередив свою увагу на наданні допомоги найбільшим країнам світу, тобто країнам, що розвиваються, надавши їм починаючи з 40-х років кредити на суму

близько в 300 млрд дол. США для фінансування 6 тис. проектів розвитку в більш як 140 країнах світу.

Залежно від зростання обсягу робіт і розширення кола завдань створювалися філіали банку, які мали задовольнити нові потреби. Ці організації складають групу Світового банку. Банк включає в себе дві великі організації: Міжнародний банк реконструкції і розвитку та Міжнародну асоціацію розвитку. Крім того, в банк входить низка інших організацій: об'єднана з банком, але юридично і фінансово незалежна від нього Міжнародна фінансова корпорація, яка мобілізує фінансування приватних підприємств у країнах, що розвиваються; Міжнародний центр з урегулювання інвестиційних суперечок і Багатостороннє агентство з гарантії інвестицій (БАГІ).

Організації групи Світового банку кредитують тільки кредитоспроможні уряди країн, що розвиваються. Проте, що бідніша країна, то сприятливіші умови, за яких вона може отримати кредити. Країни, що розвиваються, у яких валовий національний продукт на душу населення перевищує 1200 дол., можуть отримати кредити від МБРР. Ці кредити надаються під відсоток, що не набагато перевищує ринковий, під який позичає сам банк; як правило, їх виплачують протягом 12–15 років.

Надаючи кредити країнам, що розвиваються, Світовий банк не конкурує з іншими джерелами фінансування. Він надає допомогу проектам лише в тих випадках, якщо неможливо отримати необхідні кошти з інших джерел на прийнятних умовах.

Кожний підтримуваний банком проект, розробляється в тісній співпраці з національними урядами й місцевими органами й часто в співпраці з іншими організаціями, які надають багатосторонню допомогу. На практиці майже половина таких проектів отримують також співфінансування з інших офіційних джерел, ураховуючи уряди й урядові організації, інші установи багатостороннього фінансування, органи з кредитування експорту, які безпосередньо пов'язані з фінансуванням постачання товарів і послуг з певної країни, а також комерційні банки й інші приватні фінансові установи. Країни-позичальники розглядають Всесвітній банк також як джерело надання технічної допомоги.

Власниками МБРР є уряди понад 180 країн-членів, що мають акціонерний капітал у цьому банку. Кожна країна-член має акції в МБРР і право голосу. Акції розподіляються за формулою, в основі

якої розмір квоти країни — члена у МВФ. Відповідно кількість голосів відповідає частці країни-члена в акціонерному капіталі. Найбільшу кількість голосів у МБРР мають США (17 % від загальної кількості голосів). Натомість країни “великої сімки” мають у своєму розпорядженні майже половину всіх голосів у раді керуючих МБРР, що практично забезпечує їм право “вето” під час розв’язання багатьох питань діяльності МБРР. Отже, організаційна структура МБРР забезпечує домінуюче становище невеликій групі провідних промислово розвинених країн. Квоти Росії та України становлять відповідно 1,8 і 0,8 %.

Організаційна структура МБРР включає раду керівників і раду директорів-розпорядників (директорат — виконавчий орган), президент Всесвітнього банку є одночасно головою директорату.

До складу ради керівників входять міністри фінансів або голови центральних банків країн-членів. МВФ і МБРР спільно щорічно проводять сесії. Для прийняття найважливіших рішень потрібно щонайменше 85 % загальної кількості голосів.

Директорат несе відповідальність за рішення в галузі політики, що впливає на операції Світового банку, і за затвердження позик. Рішення щодо останніх ухвалюються на основі економічних, а не політичних критеріїв.

Статутний капітал МБРР формується шляхом передплати його акції країнами-членами. Якщо спочатку статутний капітал МБРР не перевищував 10 млрд дол., тепер він перевищив 175 млрд дол. США. Водночас оплачена частина становить лише 9 % суми акцій, що розподіляються серед країн-членів. Іншу частину банк може вимагати тільки в разі відсутності в нього ресурсів для термінового погашення своїх зобов’язань. Саме ця значна частина є тим гарантійним фондом, під який МБРР позичає кошти, передусім на світовому фінансовому ринку.

Завдяки економічно-фінансовому потенціалу й ефективності МБРР, інвестиції в його акції дуже вигідні. Отримуючи за облігаціями МБРР, які високо котируються, значний прибуток (у середньому 7 %), інвестори ризикують мінімально.

МБРР є інвестиційним банком, який виконує роль посередника між інвестором і одержувачем, залучаючи кошти на міжнародних ринках капіталу й забезпечуючи приватних інвесторів подвійною гарантією — самого банку і урядів країн-членів.

МБРР є основним позичальником на світових ринках капіталу і найбільшим позичальником-нерезидентом практично в усіх країнах, де продаються його цінні папери. Він також бере в позику через продаж облігацій і векселів безпосередньо урядам, їх представництвам і центральним банкам. Надходження від продажу цих облігацій позичаються країнам, що розвиваються, під прийнятні відсотки для надання допомоги у фінансуванні проектів і програм зі зміни політики, які мають шанси на успіх.

Високий рейтинг МБРР ставить його на перше місце серед фінансових організацій, а це відкриває йому широкий доступ на світові ринки капіталу і можливість значних інвестицій у розвиток суспільства: охорону здоров'я, навколишнього середовища, інфраструктури тощо. МБРР отримує більшість фінансових коштів, які він використовує для кредитування розвитку країн, за допомогою позик на ринку через випуск облігацій, що мають категорію AAA, оскільки їх погашення гарантується урядами країн-членів; окремим особам і приватним організаціям у понад 100 країнах.

Діяльність банку з надання технічної допомоги передбачає:

- технічну допомогу, яка фінансується складовою позик і кредитів банку, безстрокові позики та кредити на технічну допомогу й технічна допомога, яка фінансується через Фонд підготовки проектів (ФПП);
- технічну допомогу, яка надається, але не фінансується банком (банк виступає як адміністративна установа), проекти, які здійснюються під керівництвом банку, і програму оплачуваної технічної допомоги для країн, що розвиваються, з високим рівнем прибутку, наприклад, нафтопереробних, і для Міжнародного фонду сільськогосподарського розвитку;
- технічну допомогу, яка забезпечується по лінії адміністративного бюджету.

Гарантійна політика банку надає дві можливості для отримання таких видів гарантій:

- часткові ризикові гарантії, які допускають деякий регрес при проектному фінансуванні;
- часткові кредитні гарантії, які використовуються для розподілення ризиків.

МБРР співпрацює на національному та місцевому рівнях з низкою недержавних організацій, консультуючи, фінансуючи та допомагаючи їм під час реалізації різних проектів.

Регіональні місії банку функціонують в Африці, Азії, Європі та Латинській Америці.

Офіційна мета кредитних операцій МБРР — надання кредитів для розширення виробничих потужностей країн-членів. Банк видає кредити зазвичай терміном до 20 років з п'ятирічним періодом відстрочення платежів під гарантію урядів країн-членів і надає гарантії за довгостроковими кредитами інших банків. МБРР надає позики країнам, що розвиваються, під відсотки, що сплачуються кожні 6 місяців.

Країни-позичальники зобов'язані надавати банку інформацію про своє фінансово-економічне становище, про проекти, що кредитується, із зазначенням місії МБРР, які обстежують ці об'єкти.

З 80-х років МБРР надає структурні кредити для регулювання структури економіки за умови прийняття країною-позичальником програми оздоровлення платіжного балансу протягом 3–5 років. Банк при цьому вимагає денационалізації підприємств, надання свободи дій приватному капіталу, враховуючи іноземний, лібералізації зовнішньої торгівлі.

МБРР поступово перейшов від обмежених операцій до фінансування і кредитування великих програм розвитку економіки молодих держав з метою збереження їх у світовому капіталістичному господарстві. Термін кредитів подовжено в окремих випадках з 25 до 40–45 років, але кредитування промисловості обмежене 15–17 роками. МБРР стягує високу плату за кредит — 11 % річних, — орієнтуючись на ринкові ставки.

Також посилюються небанківські функції міжнародних валютно-кредитних і фінансових організацій, тобто координація програм “допомоги”, регулювання експорту й імпорту капіталу, зовнішньої заборгованості країн, що розвиваються, вплив на соціальні відносини. МБРР залучив до сфери своєї діяльності демографічну політику, розвиток науки, проблеми НТР в країнах, що розвиваються, підготовку національних кадрів.

Останнім часом дедалі частіше практикується фінансування різноманітних проектів з коштів МБРР разом з коштами з таких джерел, як уряд, комерційні банки, експортно-кредитні агентства й інші багатосторонні організації. МБРР надає також позики, спираючись на які, країни, що розвиваються, можуть вносити корективи в економічну політику, удосконалювати інфраструктуру у процесі розв'язання структурних проблем, які перешкоджають подальшому розвитку.

Міжнародну асоціацію розвитку засновано 1960 р. Вона має статус спеціалізованої установи ООН. Членами МАР є майже 140 країн, хоча всі члени МБРР мають право вільного вступу до асоціації. Найбільшим пайовиком є США.

МАР має з МБРР спільні органи управління на чолі з президентом банку. Юридично МАР відокремлена від МБРР, але вони мають спільний персонал та організаційно-технічні засоби. Основна відмінність між цими двома організаціями полягає в тому, як вони нагромаджують фінансові засоби для кредитування, і в умовах, на яких вони надають позики країнам, що розвиваються.

МАР надає кредити урядам лише дуже бідних країн, що розвиваються, у яких ВВП на душу населення становить менш як 1200 дол., приблизно 80 % всіх кредитів МАР отримують країни із щорічним прибутком на душу населення до 700 дол. Відсотки за кредитами МАР не виплачуються, термін їх погашення становить 35–40 років.

Основну частку фінансової й технічної допомоги країнам, що розвиваються, Всесвітній банк надає як підтримку конкретних проєктів. Хоч кредитування через МБРР і МАР здійснюється на різних фінансових умовах, критерії оцінки проєкту, які застосовують обидві організації, однакові, оцінювання обґрунтованості проєктів передбачає використання одних й тих самих стандартів. Рішення про те, яка з організацій — МБРР або МАР — фінансуватиме проєкт, залежить від економічної ситуації в країні, а не від характеристик проєкту.

МБРР надає кредити країнам, які спроможні сплатити ринкову відсоткову ставку, натомість сферою кредитних операцій Міжнародної асоціації розвитку — надання позик найбіднішим країнам.

МАР надає безвідсоткові позики, які також відомі як “кредити”, тільки тим країнам, річний прибуток на душу населення яких становить 835 дол. і менше. Майже сорок країн входять до категорії, що має право на фінансування МАР.

Кошти для позик МАР формуються передусім внесків більш розвинених країн, прибутків МБРР, а також через погашення раніше наданих кредитів МАР. Ці кредити, як і позики МБРР, не є грантами, це позики, які необхідно виплачувати. Позики МАР розраховані на десятирічний пільговий період і мають бути виплачені протягом 30–40 років залежно від кредитоспроможності країни.

Отже, можна назвати такі цілі, які ставить перед собою МАР:

- сприяння економічному розвитку;
- підвищення продуктивності праці;
- поліпшення рівня життя в країнах, що розвиваються (членах МАР).

Організаційна структура МАР складається з ради керуючих, виконавчого директорату та президента.

Члени ради керуючих, виконавчого директорату та президент відповідно до посади, яку вони обіймають, а також посадові особи та штатні службовці МБРР за сумісництвом виконують подібні обов'язки в Міжнародній асоціації розвитку. Штат працівників МАР поділено на чотири сектори: операції, фінансування, політика, планування та дослідження.

Міжнародну фінансову корпорацію засновано 1956 р. як філію Світового банку. Нині близько 160 країн входять до МФК. Її діяльність спрямована на створення сприятливих умов для розвитку приватного сектора країн, що розвиваються, залученням разом із коштами МФК іноземних і внутрішніх інвестицій у комерційні проекти.

Україна вступила до МФК у жовтні 1993 р.

МФК є найбільшим у світі джерелом прямого фінансування проєктів приватних капіталовкладень. За 40-річну історію своєї діяльності МФК надала фінансову допомогу 101 країні на загальну суму близько 12 млрд дол. Майже 80 % свого фінансового потенціалу МФК позичає на міжнародних фінансових ринках, а 20 % — у МБРР.

МФК виконує функції, децю відмінні від МБРР. Тому в юридичному і фінансовому плані вона є відносно самостійною організацією, хоча має спільні з МБРР керівництво й ряд служб.

МФК сприяє економічному зростанню країн, що розвиваються, надаючи їх позики без урядових гарантій.

Це досягається через фінансування високорентабельних проєктів у приватному секторі країн, що розвиваються, створення умов для фінансування боргу й акціонерного капіталу приватних компаній на міжнародних ринках, надання технічної допомоги й консультацій підприємцям і урядам. МФК має право стати співвласником компаній, яким надає свої позики, виконуючи роль каталізатора для інших власників з приватного сектора і допомагаючи розвивати ринок капіталу в країнах, що розвиваються. МФК не лише не кон-

курує з приватними інвесторами, а й прагне стимулювати впровадження приватного капіталу в країни, що розвиваються: інвестиції МФК у цінні папери компаній, що кредитуються, мають бути короткостроковими і перепродаватися приватним інвесторам, що сприяє розвитку національних фінансових ринків у країнах, що розвиваються.

Відсоткова ставка за кредитами, що надаються МФК, різниться залежно від країни й проекту, а період погашення позики становить від 3 до 15 років з відстроченням платежів до 12 років. Розмір кредиту не перевищує 20 % вартості проекту.

МФК є найбільшим інвестором приватного сектора в Центральній і Східній Європі. Останніми роками МФК мобілізувала близько 2 млрд дол. США і внесла понад 500 млн дол. США з власних коштів для фінансування структурних перетворень різних підприємств у зазначених регіонах.

Основною метою МФК у країнах з перехідною економікою є допомога в якнайшвидшому переході від командно-адміністративної моделі економіки до ефективно діючої ринкової моделі. Тож найбільшу увагу в країнах з перехідною економікою МФК приділяє:

- приватизації державних підприємств;
- розвитку ринку капіталів;
- мобілізації ресурсів через створення кредитних консорціумів для фінансування компаній, що приватизуються;
- сприянню іноземним інвестиціям.

Багатостороннє агентство з гарантії інвестицій засновано 1988 р. з метою надання допомоги країнам, що розвиваються, у залученні інвестицій шляхом їхньої гарантії від некомерційних ризиків. Членами БАГІ можуть стати тільки країни, які є членами МБРР; нині понад 100 країн є членами БАГІ.

Мета БАГІ — залучення інвестицій на виробничі цілі в державах-членах, особливо в країнах, що розвиваються, передбачається:

- надавати гарантії, ураховуючи спільне перестраховування від некомерційних ризиків у формі розміщення капіталу в одних країнах-членах, який заохочується в інших країнах-членах;
- вживати належних допоміжних заходів з метою сприяння надходженню інвестицій у країни, що розвиваються, потоком інвестицій між ними;

- розширювання можливості інших страховиків шляхом спільного страхування або перестрахування;
- обслуговувати інвесторів, які не мають доступу до інших офіційно визнаних страховиків;
- надавати гарантії інвесторам різних національностей, які входять до будь-якого національного синдикату, що створює сприятливі умови для укладання страхових контрактів і врегулювання претензій.

Так, зокрема, некомерційні ризики пов'язані з націоналізацією, експропріацією, військовими діями, громадянською непокорюю, розірванням контракту через урядові рішення або неможливість конвертації валюти, з репатріацією капіталу і включають інші номенклатурні ризики.

Щоб досягти поставленої мети, БАГІ не тільки пропонує гарантії проти перелічених ризиків, а й консулює урядові організації для того, щоб допомогти їм знайти шляхи для залучення приватних капіталовкладень у їхні країни.

Термін гарантій, що надаються БАГІ, зазвичай становить 15 років, але можливе подовження терміну до 20 років.

Гарантії БАГІ можуть покривати до 90 % загального обсягу інвестицій, однак сума гарантії на один проект лімітована — 50 млн дол.

Найголовнішим джерелом фінансування є основний капітал. Конвенція БАГІ передбачає, що промислово розвинені країни мають вносити 10 % своєї частки конвертованої валюти. Ще 10 % кожна країна вносить у формі необігових на відкритому ринку безвідсоткових боргових зобов'язань. Залишок — це резервний капітал. До 25 % внесків країн, що розвиваються, можуть вноситися в їхній власній валюті.

Протягом своєї історії Світовий банк надав позик на загальну суму понад 340 млрд дол. США з метою фінансування понад, 6 тис. проектів у 164 країнах світу. Кількість проектів і обсяг кредитування за час діяльності банку значно зросли. С початку 50-х років СБ надавав менш як 20 позик на рік, переважно у країни Європи та Латинської Америки, на загальну суму близько 400 млн дол. США; 1960 р. надано 31 позику на суму 659 млн дол. США.

З 1991 р. потоки прямих іноземних і портфельних інвестицій в економіку країн, що розвиваються, різко зросли. Тепер на частку Світового банку припадає лише незначна частина сукупного прито-

ку капіталу в ці країни (1998 р. — 4,4 млрд дол. США із загальної суми 228 млрд дол. США). Крім того, пільгові позики банку, як правило, надаються на вигідних умовах терміном погашення 50 років під 0,75 % річних через дочірню організацію банку — Міжнародну асоціацію розвитку. Такі позики в основному спрямовуються у три регіони світу: африканські країни, що розташовані на півдні від Сахари, Південну Азію та Китай.

У 1991–1998 рр. банк щорічно надавав через МАР позики на суму 5,1 млрд дол., а через своє центральне відділення (що надає позики на умовах, близьких до ринкових) — на суму 11,8 млрд дол.

Щорічні чисті виплати МАР за цей період становили в середньому 4,7 млрд дол., тоді як самого Світового банку — менше 1,3 млрд дол.

Світовий банк значно поширив регіональний розподіл кредитних операцій. Позики СБ, раніше орієнтовані на країни Азії, Африки та Латинської Америки, тепер починають використовуватися для кредитування країн Центральної і Східної Європи та країн колишнього Радянського Союзу.

Залежно від того, як змінюється ситуація в країнах Центральної та Східної Європи, змінюється й стратегія Світового банку щодо цих країн. Вона розробляється з урахуванням конкретних потреб цих країн, залежно від того, чи це країна із середнім доходом, яка проводить правильну політику і має доступ до світових ринків капіталу, чи це країна, якій доводиться розв'язувати соціальні проблеми й питання політичної економії, що виникають під час впровадження реформ.

Кредити надані, групою Світового банку країнам Центральної та Східної Європи, на 1 січня 1996 р. становили понад 10 млрд дол. США.

Україна й Світовий банк. З 1996 р. увагу Кабінету Міністрів України було зосереджено на активізацію підготовки спільних проєктів, а з 1997 р. розпочався активний процес реалізації системних та інвестиційних проєктів.

Проєктний портфель України в МБРР покриває майже весь спектр економічних реформ і передбачає впровадження протягом 1996–1998 рр. понад 30 проєктів загальним обсягом близько 5 млрд дол. США. Було реалізовано дев'ять кредитних угод, зокрема інституційна позика (27 млн дол. США); проєкт розвитку підприємств

(310 млн дол. США); проект реструктуризації вугільної галузі (300 млн дол. США); експериментальний проект у вугільній промисловості (15,8 млн дол. США); проект розвитку ринку електроенергії (317 млн дол. США); проект реабілітації гідроелектростанцій (114 млн дол. США); проект реструктуризації галузі сільського господарства (300 млн дол. США); проект розвитку насінництва (32 млн дол. США); проект розвитку експорту (70 млн дол. США) тощо.

Крім того, втілено в життя чотири системних (реформи державного управління, реформи управління бюджетними ресурсами, структурної перебудови фінансового сектора, другого етапу проекту розвитку підприємств), а також 18 інвестиційних проектів. За двома системними проектами в лютому 1998 р. успішно завершено переговори щодо надання позик на структурну перебудову фінансового сектора та другий етап проекту розвитку підприємств. У зв'язку з невиконанням Україною умов програми стендбай Світовий банк відкладав розгляд на Раді директорів цих проектів, однак питання надання Україні позик розв'язано на нашу користь. Реалізація зазначених проектів дала змогу успішно здійснити програму приватизації, створити нормативні засади для подальшого розвитку фондового ринку, продовжити процес демонополізації великих монопольних утворень, упровадити земельну реформу та реструктуризацію сільськогосподарських підприємств, лібералізувати ринок вугілля, створити оптовий ринок електроенергії, закласти основи для подальшого розвитку банківської системи та впровадити новітні технології й ноу-хау.

У листопаді 1997 р. для вирішення проблемних питань у співробітництві України зі Світовим банком і для підготовки програми проектів на період до 2000 р. проведено п'ятий спільний перегляд проектного портфеля. У процесі переговорів за участю керівників міністерств і відомств на основі затверджених директив було досягнуто ряду домовленостей.

Позиція України щодо стратегії співробітництва зі Світовим банком на найближчі 2–3 роки базується на тому, що він залишатиметься одним з найбільших партнерів України на міжнародних фінансових ринках. Водночас діяльність Світового банку важлива для України в критичний період розвитку, коли гостро стоїть питання відновлення економічного зростання в нових умовах макроекономічної стабілізації та глибоких структурних перетворень.

З огляду на потреби України, а також на ті напрями, що їх може підтримати Світовий банк, під час переговорів було заявлено про такі пріоритетні сфери залучення його кредитів:

- сільське господарство;
- енергозбереження;
- фінансовий сектор;
- соціальний захист;
- розвиток інфраструктури;
- підтримка інституційних реформ.

Портфель проектів України зосередять на двох групах проектів: системні проекти, кошти яких дадуть змогу фінансувати дефіцит бюджету в параметрах, визначених програмою з Міжнародним валютним фондом; інвестиційні проекти та програми, які матимуть значний соціально-орієнтований наголос і результат.

Підготовлено узгоджені пропозиції щодо спільного кредитного портфеля України та Світового банку на 1998–2000 рр. з урахуванням готовності проектів та їх пріоритетності для України.

Отже можна виокремити такі етапи співробітництва України зі Світовим банком.

Перший етап (1992 – грудень 1994 р.) – переважно ознайомчі та дослідні місії СБ, результатами яких стали звіти про економічну та соціальну ситуацію в Україні і запровадження першого інвестиційного проекту обсягом близько 17 млн дол.

Другий етап (кінець 1994–1997 рр.) – підготовка та реалізація СБ системних проектів, спрямованих на реформування окремих секторів економіки та соціальної сфери. Ці кошти використано для вдосконалення пенсійної системи, здійснення адміністративної реформи, управління державними ресурсами. Водночас поповнювався інвестиційний портфель СБ, зокрема проектами модернізації шляхової інфраструктури, систем тепло- і водопостачання тощо.

Третій етап (1998–2001 рр.) – зростання обсягів кредитування з боку СБ і початок погашення заборгованості, що виникла. Інвестиційна програма на цьому етапі здійснювалася більш стримано. З інвестиційного портфеля було вилучено низку проектів, що стосувалися високих технологій (наприклад, продовження проекту “Морський старт”), фінансових послуг, модернізації систем водо- і теплопостачання в окремих регіонах.

Такий підхід став наслідком не лише неефективного використання можливостей співпраці українською стороною, а й змін у політиці підтримки Світовим банком енергетики, комунального господарства, транспорту. Зазначені сфери цікавлять його лише в контексті боротьби з бідністю та охорони навколишнього середовища.

У вересні 2000 р. затверджено нову стратегію співпраці СБ з Україною. Вона передбачає кредитну підтримку нашої держави залежно від практичних результатів, передбачених Програмною системною позицією (ПСП) – головним трирічним системним інструментом реалізації стратегії.

Загалом за період співпраці зі Світовим банком Україна отримала понад 2,1 млрд дол.

9.2.3. Кредити міжнародних регіональних фінансових організацій

Міжнародні регіональні фінансові організації перерозподіляють міжнародні офіційні фінансові ресурси з метою фінансування економічного розвитку країн певних регіонів. Азійський банк розвитку (АзБР), Африканський банк розвитку (АфБР), Міжамериканський банк розвитку (МАБР) та Європейський банк реконструкції і розвитку (ЄБРР) є регіональними фінансовими організаціями. Так, Азійський банк розвитку фінансує програми розвитку країн Азії що розвиваються; Африканський банк розвитку надає фінансові ресурси переважно найбіднішим країнам Африки для розвитку інфраструктури та зовнішньоторговельних відносин між ними; Міжамериканський банк розвитку акумулює офіційні фінансові ресурси латиноамериканських, центральноамериканських країн та США й перерозподіляє їх з метою прискорення економічного розвитку країн регіону.

Європейський банк реконструкції і розвитку (ЄБРР) – міжнародна фінансова організація з регіональним аспектом діяльності; її засновано 1991 р. для розв'язання проблем, які виникли внаслідок краху комуністичної системи, і сприяння країнам Центральної і Східної Європи та СНД у створенні ринкової економіки.

Нині акціонерами ЄБРР є 58 країн, а також Європейський Союз та Європейський інвестиційний банк.

ЄБРР надає пряме фінансування для приватного сектора, реструктуризації та приватизації, також для інфраструктури, що підтримує таку діяльність. 1996 р. банк ухвалив рішення про збільшення статутного фонду з 10 млрд ЕКЮ до 20 млрд ЕКЮ. Основними формами фінансування ЄБРР є кредит, інвестиції в акціонерні капітали (акції) та гарантії. Банк може діяти, окрім регіонального спрямування, як у державному, так і в приватному секторах, надаючи перевагу останньому.

Формування ресурсів ЄБРР. Дозволений до випуску акціонерний капітал у розмірі 10 млрд ЕКЮ розподіляється на 1 млн акцій номіналом у 10000 ЕКЮ кожна, зокрема сплачені акції та акції, які належить сплатити за вимогою. Першочергова сума сплачених акцій становить 30 % дозволеного до випуску акціонерного капіталу, 70 % акцій — несплачені й можуть бути замовлені, коли це потрібно для сплати зобов'язань ЄБРР. Крім того, 125 акцій розподіленню між членами ЄБРР не підлягають.

Країни — члени ЄС та ЄІБ мають у статутному капіталі квоту в розмірі 51 %, країни Центральної та Східної Європи — 13 %, інші європейські країни — 11 %, неєвропейські країни — 24 %.

Сукупні кредитні ресурси ЄБРР — це звичайні ресурси та кошти спеціальних фондів. До звичайних ресурсів належать:

- статутний капітал, зокрема сплачені акції та акції, які належить сплатити за вимогою;
- залучені кошти;
- кошти, отримані за рахунок погашення позик або за гарантіями, а також виручки від реалізації інвестицій в акціонерний капітал;
- інші кошти та доходи, які є частиною ресурсів спеціальних фондів.

Маючи вищий кредитний рейтинг, банк може залучати кошти на міжнародних ринках капіталів за найбільш вигідними ставками.

Спеціальні фонди включають кошти, спрямовані у відповідний спеціальний фонд, і доходи, отримані від інвестицій.

Діяльність ЄБРР. Банк працює лише в країнах, що дотримуються принципів багатопартійної демократії, плюралізму та ринкової економіки. Він затвердив для себе 27 країн для проведення операцій.

Банк надає кошти приватним підприємствам чи підприємствам, які можуть бути приватизовані, а також на проекти матеріальної та фінансової інфраструктури на підтримку приватного сектора. Крім того, кредити є товарними, і використати їх можна лише за прямим призначенням. Інша проблема в тому, що механізм надання кредитів малоперспективний для проблемних підприємств, особливо невеликих і маловідомих.

Механізм кредитування передбачає відкриття ЄБРР кредитної лінії під гарантії уряду держави-позичальника. Надані кошти переводяться в банк чи банки, і вже вони видають підприємствам кредити під заставу.

Основні критерії фінансування підприємств по лінії ЄБРР:

- фінансуються тільки проекти підприємств приватної форми власності, які функціонують переважно в галузях сільськогосподарського виробництва, харчової промисловості та послуг;
- проєктні активи підприємств не повинні перевищувати 2,5 млн дол. США, за винятком вартості споруд і будівель;
- кількість працівників не повинна перевищувати 500 осіб;
- частка приватної власності має становити не менше за 51 %;
- підприємство має відповідати вимогам техніки безпеки, екологічним, санітарно-гігієнічним, а також іншим нормам охорони довкілля, що встановлені законодавством України;
- власний внесок позичальника у проєкт не може бути менший 30 % вартості проєкту;
- коефіцієнт обслуговування боргу (відношення прибутку позичальника після сплати податків, амортизаційних відрахувань і витрат на сплату відсотків за всіма позиками до всієї заборгованості підприємства з урахуванням кредиту ЄБРР) має становити не менше 1,3.

За рахунок коштів ЄБРР здійснюють коротко- та довгострокове фінансування проєктів, які задовольняють вимоги ЄБРР.

Короткостроковий кредит надається для реалізації експортних контрактів і придбання імпортової продукції з метою подальшого використання у процесі виробництва.

Довгостроковий кредит надається для фінансування основних засобів (придбання нового вітчизняного та імпортного обладнання).

Типові умови кредитування такі:

- мінімальна сума кредиту — 50 тис. дол. США;
- максимальна сума кредиту встановлюється для кожного уповноваженого банку індивідуально;
- термін короткострокового кредиту — від 6 до 12 місяців;
- максимальний термін довгострокового кредиту — 5 років;
- максимальна відстрочка погашення основної суми боргу — 2 роки — тривалість пільгового періоду;
- орієнтовна відсоткова ставка за користування кредитом — 15 % річних.

У кредитному договорі встановлюються терміни сплати відсотків за кредитом ЄБРР. Протягом усього терміну кредитування підприємство надсилає в банк щомісячні та щоквартальні повідомлення про *хід* виконання робіт згідно з бізнес-планом.

З коштів ЄБРР кредитуванню підлягають тільки фінансово окупні та забезпечені заставою проекти. При цьому вартість має становити щонайменше 140 % суми загальної заборгованості за кредитом за умови підтримування позичальником коефіцієнта обслуговування боргу. Кредитні кошти не спрямовуються: на рефінансування існуючих зобов'язань приватних підприємств або на фінансування придбання цінних паперів діючих підприємств і нерухомості; на реалізацію проектів, пов'язаних з гральним бізнесом, виробництвом або постачанням зброї тощо. Підприємство здійснює платежі згідно з умовами кредитної угоди, укладеної з банком.

Україна та ЄБРР. Україна вступила до ЄБРР 13 серпня 1992 р. Вона є другою країною за обсягами операцій банку і його четвертим за розмірами акціонером серед країн, де здійснюються операції ЄБРР. Між Україною та ЄБРР підписано угод загалом на суму 507,4 млн ЕКЮ (кредити — 461,2 млн ЕКЮ, інвестиції — 46,2 млн ЕКЮ), із них у приватному секторі — 58 %, у державному — 42 %. Банк надає позику на 10 років для підприємств і на 15 — для проектів розвитку інфраструктури. Позики надаються за ринковими ставками, як правило — це RIBOR.

У серпні 1995 р. ЄБРР надав кредит на суму 13 млн дол. Першому українському міжнародному банку (ПУМБ). Це фінансування дало змогу ПУМБ збільшити кількість та обсяг своїх середньострокових кредитів підприємствам приватного сектора України для проектів, що задовольняють специфічні кредитні критерії.

Для кредитування малого й середнього бізнесу в Україні в рамках щорічних зборів ЄБРР, які проходили в Києві, було підписано другу лінію на суму 120 млн дол.

Фінансування ВА Банку у цілому склали 10 млн дол. Значна технічна допомога була надана цьому банку в межах загального зміцнення кредитного та фінансового управління.

Перший приватизований пивзавод в Україні “Оболонь” отримав кредит ЄБРР на 40 млн дол., кондитерська фабрика “Світоч” отримала кредит 8 млн дол. у 1997 р. на модернізацію виробництва, збільшення виробничих потужностей та встановлення фінансово-бухгалтерської системи для забезпечення звітності у відповідності до міжнародних стандартів. У 1997 року “Укргаз” отримав кредит 80,5 млн дол. на придбання устаткування, аеропорт Бориспіль отримав кредит 5,1 млн дол. на реконструкцію.

За останній період увагу ЄБРР зосереджено на пріоритетних напрямках розвитку в Україні малого та середнього бізнесу (17 % від загального портфеля проектів), банківсько-фінансової системи (5 %), енергетичного сектору (27 %), енергозбереження (3 %), транспортної інфраструктури (11 %), телекомунікацій (9 %), систем водопостачання (3 %), агропромислового комплексу (17 %), готельної інфраструктури (1 %). У 1999 році Україна вийшла за обсягами нових проектів на перше місце серед клієнтів банку, а їх частка у загальному портфелі ЄБРР перевищила 7 % (попереду тільки Росія, Румунія та Польща). Хоча ЄБРР загалом координує свою діяльність з МВФ та Світовим банком, фінансування ним проектів в Україні протягом 1999–2000 рр. не лише не припинялося, а й набувало нової динаміки. Обсяг його нових кредитних проектів, затверджених Радою директорів, склав у 2001 р., 465 млн дол. Серед восьми затверджених проектів були: ядерні блоки Х2–Р4 (215 млн дол.), закупівля органічного палива (100 млн дол.), модернізація автомагістралі Київ–Чоп (65 млн дол.), програма кредитної підтримки експортних підприємств (50 млн дол.). Як важливий крок у поліпшенні співпраці з ЄБРР слід розглядати проект заснування в Україні Банку мікрокредитування (з 2002 р. ProCredit Bank) що сприятиме розвитку підприємницької ініціативи та підвищенню зайнятості населення. У вересні 2000 р. Радою директорів ЄБРР прийнято нову стратегію діяльності в Україні на період до 2002 р. Головна її особливість — у спрямованості на підтримку економічних та структурних реформ у найбільш важливих секторах української економіки.

Контрольні питання

1. Які функції виконують міжнародні фінансові організації в системі міжнародних валютно-фінансових відносин?
2. Які джерела формування ресурсів МВФ?
3. Які види кредитування здійснює МВФ?
4. Порівняйте функції МВФ і МБРР та зазначте їх відмінність.
5. Які види діяльності здійснює МБРР?
6. Порівняйте умови надання кредиту МФК і ЄБРР.

Література

1. Закон України “Про вступ України в Міжнародний валютний фонд, міжнародний банк реконструкції і розвитку, Міжнародну фінансову корпорацію, Міжнародну асоціацію розвитку і Багатостороннє агентство по гарантіях інвестицій” від 03.06.1992 р. №2402-ХІІ.
2. Закон України “Про ратифікацію Договору між Україною і Міжнародним банком реконструкції і розвитку про надання Україні Реабілітаційної позики” від 24.12.94 № 328/94-ВР.
3. *Про упорядкування залучення і використання іноземних кредитів, повернення яких гарантується Кабінетом Міністрів України, удосконаленні системи залучення зовнішніх фінансових ресурсів і обслуговування зовнішнього державного боргу.* Постанова Кабінету Міністрів України від 05.05.97 № 414.
4. *Звіт про діяльність*, яка підтримується Групою Всесвітнього банку в Україні, Група всесвітнього банку, Київ, весна 1996.
5. *Боринець С. Я.* Міжнародні фінанси. — К., 1999.
6. *Міжнародні валютно-кредитні відносини: Підручник / За ред. А. С. Філіпенка.* — К., 1997.
7. *Міжнародні фінанси / За ред. Н. О. Рогача.* — К., 2003
8. *Мировые финансы / Максимо Энг и др.* — М., 1998.
9. *Україна та світове господарство: взаємодія на межі тисячоліть.* — К.: Либідь, 2002.

Частина V

Міжнародні інвестиції: види та механізми здійснення

Розділ 10. Міжнародні прямі інвестиції

Міжнародне інвестування. Основною тенденцією сучасного розвитку міжнародних фінансів є зростання потужності міжнародних потоків капіталу у вигляді зарубіжних інвестицій — ресурсів, що використовуються як джерело отримання нової вартості. Провідним учасником руху цих фінансових ресурсів є транснаціональні корпорації.

Міжнародні інвестиційні ресурси функціонують у формі прямих і портфельних інвестицій.

Пряме зарубіжне інвестування — це розміщення капіталу у вигляді реальних інвестицій у підприємства, виробничі ресурси, матеріальні запаси та здійснення інвестором контролю за об'єктом інвестування.

Міжнародні портфельні інвестиції — це розміщення капіталу в чисті фінансові активи — різноманітні цінні папери, що обертаються в різних секторах міжнародного фінансового ринку, а саме грошовому та капітальному.

Між прямими й портфельними зарубіжними інвестиціями є такі відмінності:

- окрім фінансових активів прямі зарубіжні інвестиції містять також відповідну технологію та інтелектуальний капітал;
- у випадку портфельних інвестицій не змінюється власник фірми, в яку вкладаються кошти;
- прямі зарубіжні інвестиції більш цілісні та менш замінні, ніж портфельні зарубіжні інвестиції;
- якщо причиною портфельних інвестицій є вищі рівні доходності, то причиною прямих зарубіжних інвестицій є можливість досягнення кращого економічного результату порівняно з конкурентами, але для його досягнення фірма повинна мати відповідні переваги.

Основні тенденції розвитку міжнародного інвестування:

1. Прямі іноземні інвестиції вже не є домінуючою формою зарубіжних інвестицій, навіть навпаки, обсяги портфельних зарубіжних інвестицій значно перевищують обсяги прямих зарубіжних інвестицій. Уже наприкінці 70-х — на початку 80-х років ХХ ст. почало змінюватися співвідношення між прямими й портфельними зарубіжними інвестиціями.

2. Прямі інвестиції передбачають отримання контролю над фірмами через поглинання та придбання контрольного пакету акцій.

3. Сучасні потоки капіталу мають двосторонній характер: одна й та сама країна як вивозить, так і ввозить капітал внаслідок наявності різниці в розвитку та ефективності окремих галузей у різних країнах.

4. Регіональна структура прямих інвестицій пов'язана з інтенсивністю торгових відносин між країнами.

10.1 Теоретичні засади здійснення прямих іноземних інвестицій

Основні ознаки прямого зарубіжного інвестування такі:

- здійснення контролю через володіння значною частиною акціонерного капіталу реципієнта (на практиці корпорації здійснюють закордонні інвестиції за умови володіння щонайменше 51 % акцій);
- частина капіталу корпорації переміщується до країни-реципієнта.

Інвестор обирає між експортом і здійсненням прямих інвестицій, аналізуючи прибутковість діяльності та можливостей ринкового зростання, рівень витрат виробництва та можливість отримати ефект масштабу.

Мотиви використання фінансових ресурсів для здійснення прямих інвестицій можна розглядати як на мікро-, так і на макрорівні. На мікрорівні здійснення прямих інвестицій зумовлене такими потребами фірми:

- у ринках збуту продукції (горизонтальна інтеграція);
- у підвищенні ефективності виробництва;
- у безперерйному постачанні сировини за низькими цінами (вертикальна інтеграція);
- в отриманні інформації та нових технологій;
- у мінімізації та диверсифікації ризиків.

Аналіз макроекономічних факторів можна здійснити, спираючись на сучасну фінансову теорію, основний постулат якої такий: фірма діє в такий спосіб, щоб максимізувати ринкову вартість акціонерного капіталу, розподілену між її власниками. Це досягається збільшенням обсягів продажу, збільшенням частки ринку, яку займає фірма, та її прибутку.

Відповідно до цього постулату, сучасна теорія формує чотири підходи до визначення факторів прямих інвестицій:

- 1) недосконалість ринку як фактор активізації інвестиційної діяльності;
- 2) роль уряду;
- 3) інтернаціоналізація та еkleктична теорія Данінга;
- 4) теорія портфеля.

Недосконалість ринку змушує використовувати її через здійснення прямих інвестицій у країни, де вона існує.

Уряд, проводячи відповідну інвестиційну політику заохочення або зменшення прямих інвестицій, може посилювати недосконалість ринку.

Еkleктична теорія Данінга ґрунтується на постулаті щодо наявності переваг, які використовуються шляхом інтернаціоналізації діяльності фірми та здійснення нею прямих зарубіжних інвестицій.

Теорія портфеля розглядає прямі інвестиції як шлях до використання сприятливішого співвідношення ризику та прибутку в міжнародній економіці порівняно з можливостями національної економіки шляхом формування відповідного портфеля інвестиційних проєктів.

Методики прийняття рішення щодо здійснення прямих інвестицій

Методики прийняття рішення щодо здійснення прямих інвестицій ґрунтуються на принципі оцінки *нетто-приведеної вартості проєкту* (net present value – *NPV*).

Нетто-приведена вартість проєкту є показником можливих обсягів грошових надходжень у майбутньому від здійснених сьогодні зарубіжних інвестицій.

Якщо треба прийняти інвестиційне рішення щодо прямих іноземних інвестицій, використовують показник нетто-приведеної вартості, який дає змогу:

- оцінити майбутні доходи від інвестицій як грошові доходи, а отже, і можливі прибутки акціонерів фірми-інвестора;

• оцінити значущість кожного проекту з портфеля інвестиційних проектів (якщо такий є) і подати вартість портфеля як суму всіх проектів, а отже, оцінити вартість фірми.

Розрахунок *NPV* передбачає приведення різночасових грошових потоків до певного моменту часу (моменту прийняття рішення про інвестування) через дисконтування.

Зазначимо, що прямі інвестиції здійснюються тільки в разі доданого значення показника *NPV*:

$$NPV = -I_0 + \sum_{t=1}^n NCF_t / (1+R)^t,$$

де *I* — початкові інвестиції; *n* — інвестиційний горизонт, за який здійснюється оцінка; *t* — період, протягом якого очікуються грошові надходження; *NCF* — нетто-грошовий потік; *R* — ставка дисконтування.

Зважаючи на те, що фактори, які впливають на реальні доходи від прямих зарубіжних інвестицій, пов'язані із середовищем міжнародного бізнесу, показник нетто-приведеної вартості має коригуватися на величину втрат чи прибутків, які може отримати фірма від оподаткування її доходів у країні-реципієнті, ослаблення експортної активності, упровадження трансфертних цін, виплат комісійних тощо. Крім того, ураховуються ризики, що супроводжують інвестиційну діяльність:

- політичні;
- економічні;
- валютні;
- інфляційні.

При цьому намагаються зменшити мінімальний термін окупності проекту, коригують ставку дисконтування або грошовий потік.

Важливим показником, на основі якого приймаються рішення про інвестування, є показник вартості капіталу — мінімальний скоригований на ризик дохід, якого вимагають власники капіталу фірми (акціонери) на кошти, вкладені в інвестиції. Рівень прийнятного для акціонерів доходу залежить від характеру діяльності фірми, рівня її ризикованості, тому вартість капіталу не може бути однаковою для всіх проектів.

Вартість капіталу можна використати як ставку дисконтування і вираховувати на її основі нетто-приведену вартість проекту. Рішен-

ня про інвестування приймаються тільки в разі доданого значення величини NPV.

Оцінка вартості капіталу ґрунтується на принципі рівноваги між доходом і ризиком, пов'язаним з інвестиціями в цей актив. Загальноприйнятими моделями для розрахунків є *CAPM* (capital asset pricing model) — визначає дохід на актив додаванням до ставки за неризиковими активами доходу на портфель, що містить усі ризикові активи і *WACC* (weighted average cost capital) — визначає співвідношення вартості власних і зовнішніх джерел фінансування інвестицій.

Зарубіжне інвестування пов'язане із ризиками, що характеризуються теорією фінансів як систематичні (ринкові) та несистематичні (неринкові).

Систематичні ризики значною мірою пов'язані з діловим циклом, який синхронний для економік розвинених країн і з яким меншою мірою корелюють економіки нерозвинених країн. Отже, при розрахунку ставок дисконтування на це необхідно зважати — систематичні ризики будуть менші в нерозвинених країнах.

Водночас несистематичні ризики можуть бути зниженими за рахунок диверсифікації інвестиційного портфеля і не повинні впливати на ставку дисконтування.

10.2. Транснаціональні корпорації як провідний суб'єкт міжнародного інвестування

Провідними інвесторами, які оперують фінансовими міжнародними ресурсами, є транснаціональні корпорації (ТНК).

Основними мотивами ТНК для здійснення прямих інвестицій переважно є:

- розширення ринків своєї продукції;
- підвищення ефективності виробництва;
- потреба в сировині, інформації та технологіях і мінімізації ризиків.

Транснаціональні корпорації успішно працюють завдяки недосконалості товарних, сировинних і фінансових ринків. Недосконалість ринку забезпечує для ТНК систематичну перевагу перед національ-

ними корпораціями. Поточна ринкова оцінка двох подібних компаній, що різняться лише ступенем участі в міжнародному бізнесі, буде різна в тому разі, якщо наявність міжнародних інвестицій надає ринкові переваги.

Це може проілюструвати така модель. Наприклад, транснаціональна корпорація M відрізняється від національної компанії D тільки здійсненням прямих іноземних інвестицій I . Вартість компанії $M(VM)$ описується таким рівнянням:

$$VM = VD + VI = VD + P(s)Z(s)[VI(s) - I]ds,$$

де VD — ринкова оцінка національної компанії D та поточна ринкова вартість активів компанії M ; VI — оцінка опціону на майбутні зарубіжні прямі інвестиції компанії M ; $P(s)$ — поточна ціна майбутніх витрат в 1 дол., якщо відбудеться відповідна подія (s); $Z(s)$ — зміна рішення, причому, якщо $Z(s) = 1$, потрібно здійснювати інвестиції, а якщо $Z(s) = 0$, то потрібно утриматись від інвестицій; $VI(s)$ — поточна оцінка доходів від зарубіжних інвестицій, якщо відбувається відповідна подія (s); I — обсяг зарубіжних інвестицій; $VI(s) - I$ — чиста приведена вартість зарубіжних інвестицій.

Щоб величина VI мала додатне значення, чиста приведена вартість зарубіжних інвестицій має бути також додатною, тобто їх очікувана дохідність повинна перевищувати альтернативну ціну капіталу. Значення $VI = 0$, якщо конкуренція на всіх товарних і сировинних ринках досконала. Якщо існують перепони для доступу на ринок, тоді ТНК може зрости в ціні за рахунок реалізації проекту зарубіжних капіталовкладень з додатним значенням чистої приведеної вартості. Транснаціональні корпорації можуть досягати додатного значення приведеної вартості саме завдяки існуванню багатьох перепон для інших компаній на ринках їх основної діяльності. Транснаціональні корпорації можуть мати вигоду від можливостей, недосяжних для простого інвестора, до того ж зниження ризику внаслідок диверсифікації діяльності допомагає збільшити вартість компанії.

Крім того, на рішення щодо здійснення інвестицій впливає система заохочень до зарубіжного інвестування, складовими якої є пільгове оподаткування, наявність урядових субсидій або пільгових кредитів.

Для прикладу уявімо, що компанія M двонаціональна, інша компанія — національна. Крім того, двонаціональна компанія може використовувати національні та міжнародні кредити. Отже, можна показати, що вартість двонаціональної компанії дорівнює вартості національної плюс реальний податковий ефект від зарубіжних інвестицій плюс фінансовий податковий ефект у вигляді урядових субсидій на використання кредитів. Цей зв'язок ілюструє рівняння, яке використовує скориговану за податком модель Модільяні-Міллера:

$$VB, L = VU + VFVU(TD - TF / 1 - TD) + NDB + CFB(TF - TD),$$

де VB, L — оцінка двонаціональної компанії, яка має кредити; TD і TF — ставки відповідно національного та зарубіжного податку на корпорацію; B — ринкова вартість боргу; $VU + NDB$ — оцінка національної компанії, що має кредити; VF — частка доходу, що припадає на зарубіжні вкладення; CFB — вартість зарубіжних кредитів.

Вираз $VFVU(TD - TF/1 - TD)$ відбиває післяподатковий вплив зарубіжних інвестицій на вартість компаній. Припускається, що зарубіжний дохід оподатковується лише один раз — у своїй країні чи за кордоном.

Вираз $CFB(TF - TD)$ — це обсяг субсидування іноземним урядом фінансування у кредит. Якщо національна ставка податку дорівнює зарубіжній ($TF = TD$), обидва добутки перетворюються на нуль. Якщо $TF < TD$, величина першого добутку збільшується пропорційно на TF , а значення останнього зменшується пропорційно до зростання значення TF . Якщо $TF > TD$, то навпаки.

Отже, компанія має прагнути врівноважити суму доходу, отриманого у країнах з високими податками, із сумою субсидованих кредитів, щоб максимізувати їх.

В умовах глобальної економіки прямі та портфельні інвестиції ТНК потрібно розглядати як складові їх стратегії глобалізації.

У сучасних умовах портфельні інвестиції ТНК передують прямим або процес інвестування ТНК передбачає поєднання прямого та портфельного інвестування, їх взаємодію.

Ця взаємодія може бути як синхронною, так і послідовною (тобто одні інвестиції передують іншим). Проте в будь-якому разі вплив

одних посилюється впливом інших. Внаслідок зростання міжнародної мобільності активів ТНК і каналів їх пересування дедалі все складніше відокремити їх прямі інвестиції від портфельних.

Мотиви портфельного інвестування ТНК переконливо обґрунтовано еклектичною парадигмою Дайнінга, яка оперує поняттями переваг власності, розміщення та екстерналізації як чинниками інвестиційної активності. Транснаціональні корпорації здійснюють інвестиції та формують інвестиційний портфель залежно від того, за яких умов вони зможуть найефективніше використовувати свої переваги власності, розміщення та екстерналізації.

У цьому разі переваги власності означатимуть розмір портфеля, інвестицій та ризику; знання ринку та забезпеченість інформацією (або можливість отримувати необхідну інформацію), переваги розміщення — можливість інвестування на іноземних ринках (звісно, що ТНК володіють такою перевагою). Переваги екстерналізації використовують для посилення переваг власності та розміщення, ураховуючи такі моменти: отримання переваги від інвестицій, повернення яких має обмежену коваріацію з наявними обсягами інвестицій; отримання необхідної інформації для розробки відповідної інвестиційної стратегії; зменшення витрат на управління порівняно великими інвестиційними портфелями.

Основним фактором інвестиційної активності ТНК є переваги власності, зокрема достатні обсяги капіталу та інформації про перспективу розвитку фірми чи фірм, у які вкладаються гроші, а також про існування альтернативних можливостей інвестування та рівня доходу.

Переваги власності є мінімальною умовою успішних портфельних інвестицій у разі, якщо вони безумовні й ТНК не впливає на результат інвестування. Такі інвестиції здійснюються переважно у вигляді індивідуальних та інституційних позик, а також меншою мірою через купівлю акцій на міжнародному фондовому ринку. Проте портфельні інвестиції ТНК можуть бути частиною загального руху активів або мати відповідні терміни та умови їх використання. У таких випадках переваги власності будуть такими самими, як і для прямих інвестицій.

Переваги розміщення забезпечують ТНК оптимальний рівень доходу (у формі відсотків, дивідендів чи ринкової винагороди) від інвестованого капіталу. На відміну від прямого інвестування, пере-

ваги розміщення для портфельних інвестицій можуть забезпечувати тимчасове зростання активів компанії, оскільки в необхідний момент можна інвестувати капітал в іншому місці.

Транснаціональні корпорації можуть здійснювати портфельні інвестиції з метою оцінки перспектив у разі своєї появи на ринку відповідної країни.

Портфельні інвестиції ТНК можна розглядати і з позицій переваги інтерналізації. На практиці фінансовий капітал є більш гнучким і придатним до розподілу, аніж нематеріальні активи та специфічні переваги (технологія, управлінські навички, торгові марки тощо), якими володіє транснаціональна корпорація. Така гнучкість і здатність до розподілу в поєднанні з однорідністю сприяють швидкому зростанню обсягів портфельних інвестицій порівняно з обсягами прямих інвестицій.

Щодо портфельних інвестицій перевага інтерналізації трансформується в перевагу екстерналізації. Ця перевага полягає в тому, що ТНК досить легко можуть використовувати зовнішні (external) фінансові ринки для розміщення своїх фінансових ресурсів (табл. 17).

Таблиця 17

Переваги власності, розміщення та екстерналізації при здійсненні ТНК портфельних інвестицій

Власність	Розміщення	Екстерналізації
<p>Великі обсяги інвестиційних коштів</p> <p>Якщо необхідно, достатньо легкий доступ до додаткових фінансових джерел</p> <p>Легкість трансферу інвестицій</p> <p>Високі дослідницькі можливості й доступ до необхідної інформації</p> <p>Досвід і фінансові знання менеджерів</p> <p>Наявні електронні та комунікаційні потужності</p>	<p>Можливість вибору політично й економічно стабільного регіону</p> <p>Легкість розміщення доходів від портфельних інвестицій</p>	<p>Взаємозв'язок національних ринків з міжнародними</p> <p>Порівняно невеликі витрати на здійснення угод</p> <p>Доступ до конфіденційної інформації</p>

Зазначені процеси ілюструє характер інвестиційної діяльності корпорацій Великобританії в економіці США. Починаючи з 80-х років ХХ ст. більша частина британських інвестицій зумовлювалися процесами поглинання та об'єднання компаній, що дає змогу корпорації не стільки використовувати свої переваги, скільки посилювати переваги американської фірми, що поглинається. Відповідно до цих мотивів британські прямі інвестиції в економіку США набувають ознак портфельних. Це особливо характерно для високотехнологічних галузей, в яких британські прямі інвестиції було підсилено міжфірмовими альянсами через придбання пакетів акцій. Іноді такі альянси могли залучати позиковий капітал, але найчастіше основою руху його були саме прямі інвестиції.

Проведення широкомасштабних економічних реформ, а також відмова від регульованого валютного курсу, зменшення обмежень щодо потоків капіталу й прозорі приватизаційні процеси суттєво вплинули на зростання обсягів припливу іноземних портфельних інвестицій до країн Латинської Америки та Східної Азії. Значним важелем стало зниження із середини 90-х років банківського відсотку в розвинених країнах порівняно з державами Східної Азії (насамперед Китаєм) та Латинської Америки. Крім того, віддача від капіталу на ринках відповідних регіонів достатньо висока і в даний момент має великий коефіцієнт кореляції з ринками розвинених країн. Це створило перевагу екстерналізації для ТНК і сприяло зростанню обсягів іноземних прямих і портфельних інвестицій до країн цих регіонів світу.

В обох зазначених регіонах ТНК скористалися перевагами розміщення, значно посиленими доступними перевагами власності та інтерналізації (для прямих інвестицій) або екстерналізації (для портфельних). Відповідно до цього рівень прямих інвестицій ТНК в економіку цих країн постійно зростає.

Оскільки модифікацією переваги інтерналізації для іноземних портфельних інвестицій є перевага екстерналізації — використання фінансових ринків для досягнення цілей, поставлених відповідно до ефективної реалізації переваг власності та розміщення, із розвитком фінансових ринків очікувана віддача від здійснених іноземних прямих і портфельних інвестицій має зростати. Як наслідок, зростатимуть і обсяги капіталовкладень корпорацій в обох видах інвестицій.

Контрольні питання

1. Дайте визначення прямих інвестицій.
2. Поясніть відмінність між прямими та портфельними інвестиціями.
3. Перелічіть мотиви здійснення прямих іноземних інвестицій суб'єктами інвестування.
4. Які чинники враховують моделі прийняття рішень щодо здійснення прямих інвестицій?
5. Які види ризику супроводжують здійснення прямих інвестицій?

Література

1. Закон України “Про режим іноземного інвестування” від 19.03.96.
2. *Про порядок* надання індивідуальних ліцензій на відкриття резидентами рахунків в іноземних банках: Положення НБУ від 29.12.95. № 328.
3. *Брейли Р., Майерс С.* Принципы корпоративных финансов. — М., 1997.
4. *Международный менеджмент.* — М., 2001.
5. *Міжнародна інвестиційна діяльність* / Д. Г. Лук'яненко, Б. В. Губський, О. М. Мозговий та ін. — К., 2003.
6. *Міжнародні фінанси* / За ред. Н. О. Рогача. — К., 2003.
7. *Мировые финансы* / Максимо Энг и др. — М., 1998.
8. *Черкасов В. Е.* Международные инвестиции: Учеб.-практ. пособие. — М.: Дело, 1999.

Розділ 11. Міжнародні портфельні інвестиції

Теоретичним обґрунтуванням розвитку міжнародного портфельного інвестування є теорія портфеля цінних паперів. Згідно з основним її постулатом, дохід на цінні папери з часом змінюється обернено пропорційно ризику: певний рівень доходу можна отримати з меншим ризиком, а вищий рівень доходу — за того самого рівня ризику портфеля загалом.

Дохідність іноземних цінних паперів формується під впливом різних економічних умов, що склалися в різних національних економіках. Вони не корелюють з доходами на національні цінні папери. Отже, портфель, який містить і національні, і іноземні цінні папери, може давати в середньому більший дохід та/або мати низький ризик порівняно з портфелем, що містить лише національні цінні папери.

Характером технології збалансування портфеля цінних паперів з метою диверсифікації ризику можна пояснити і двосторонній потік міжнародних портфельних інвестицій.

11.1. Суб'єкти портфельного інвестування

Відповідно до специфіки коротко- та довгострокового інвестування інвестори, вкладаючи кошти, керуються різними мотивами (табл. 18).

Таблиця 18

Мета портфельного інвестування

Інвестор	Мета
Інституційний інвестор	Прибуток, зростання капіталу, диверсифікація, спекуляції, знання ринку
Холдингові компанії	Прибуток, зростання капіталу, диверсифікація, знання ринку
Нефінансові фірми	Прибуток, зростання капіталу, диверсифікація, спекуляції, знання ринку

Провідними інституційними інвесторами є інвестиційні фонди, страхові компанії, пенсійні фонди тощо.

Основні види інвестиційних фондів:

- глобальні, які працюють на всіх ринках, зокрема й національних;
- міжнародні, які інвестують виключно на іноземних ринках;
- регіональні, які здійснюють інвестиційну діяльність у певному регіоні (наприклад, в Азії);
- покрайнові, що працюють на фондовому ринку певної країни.

11.2. Інструменти портфельного інвестування

Міжнародні портфельні інвестиції передбачають здійснення інвестицій у цінні папери, що обертаються в різних секторах міжнародного фінансового ринку: грошовому та капітальному.

Відповідно до характеру інструментів, що обертаються в цих секторах, інвестування може бути коротко- і довгостроковим.

Основні види фінансових інструментів грошового ринку, що використовуються для міжнародного інвестування:

- казначейські векселі, які емітуються урядами та мають термін обігу від одного до трьох місяців;
- ноти, що емітуються урядовими агентствами або місцевою владою на термін від трьох до дев'яти місяців та мають прибутковість, що перевищує прибутковість векселів;
- депозити до запитання;
- депозитні сертифікати, що емітуються комерційними банками на термін від одного до трьох місяців;
- депозити в небанківських фінансових установах;
- банківські акцепти — переказні векселі, що емітуються банками. Характеризуються низькою ризиковістю, за рівнем ризику перебувають на другому місці після векселів скарбниці;
- комерційні папери з терміном обігу від одного до дев'яти місяців, що емітуються потужними корпораціями з високим кредитним рейтингом, незабезпечені прості векселі.

Серед розмаїття фінансових інструментів, що обертаються в капітальному секторі міжнародного фінансового ринку, виокремлюють боргові, пайові та похідні цінні папери — облігації, акції та деривативи.

Облігація — це борговий цінний папір, що засвідчує внесення його власником певних коштів і підтверджує зобов'язання емітента

відшкодувати власникові номінальну вартість цього цінного папера в передбачений термін з виплатою фіксованого відсотка.

Іншим видом фінансових інструментів є акції — пайові цінні папери, титул власності, які засвідчують право на частину прибутку, одержану емітентом, і право участі в управлінні об'єктом інвестування.

На міжнародних фондових ринках разом з акціями, емітованими в національних валютах, обертаються емітовані ТНК у євровалютах — *євроакції*.

В сучасних умовах спостерігається тенденція стримування випуску корпоративних акцій. Випуск акцій поступово перетворюється на “пожежний” засіб мобілізації фінансових ресурсів, які корпорація використовує лише у крайніх випадках, коли вичерпано інші можливості зовнішнього й внутрішнього фінансування.

Починаючи з 60-х років в окремі роки, або навіть у періоди, що охоплюють кілька років, вилучення акцій з обігу перевищувало нові емісії. Але навіть і в ті періоди, коли їх випуск зростав, акції незмінно посідали підпорядковане місце в механізмі фінансування. Використання акцій як інструментів міжнародного інвестування стримують також періодичні викупи емітентів.

Зазначимо, що сучасні фінансові інструменти зазнають значної модифікації своїх характеристик. Запропоновані на фінансових ринках продукти вже не відповідають традиційним критеріям. Терміни “акції” і “облігації” стають дедалі більш анахронічними. Наприклад, сьогодні, використовуючи похідні фінансові продукти, можна змінити відсоткову ставку облігації, валютний вираз, терміни погашення і кредитний рейтинг тим самим надавши їй якості акції.

Поступово стираються грані між різноманітними видами акцій. З одного боку, узаконюється випуск “акцій, що не голосують”, а з іншого — з'явилися “голосуючі акції” і навіть “голосуючі облігації”. Усуненню цих розбіжностей сприяє, зокрема, емісія конвертованих облігацій і випуск так званих гібридних фондових паперів.

Значну частку цінних паперів, що обертаються на міжнародних фондових ринках, становлять похідні цінні папери — деривативи (ф'ючерси, опціони тощо). Деривативи — це фінансові інструменти, вартість яких визначається кон'юктурою ринку та вартістю базових активів, похідними від яких вони є.

Рейтинги цінних паперів. Оцінка інвестиційних якостей цінних паперів ґрунтується на системі їх рейтингів, які розробляються спе-

ціалістами-аналітиками на основі детального аналізу їх дохідності та ступеня ризику невиконання емітентом своїх зобов'язань.

Провідними агентствами, що визначають рейтинги, є фірми “Moody’s Investors Service”, “Standard & Poor’s Corporation (S&P)”, “Fitch Investors Service”, які періодично публікують у спеціальних виданнях таблиці рейтингів (табл. 19).

Таблиця 19

Показники якості облігацій

Клас якості облігацій	Рейтингові агентства	
	Moody’s Investors Service	Standard & Poor’s Corporation
Найвища	AAA	Aaa
Дуже хороша	AA	Aa
Хороша	A	A
Середній клас	BBB	Baa
Нижчий за середній клас	BB	Ba
Низька	B	B-Caa
Спекулятивні	CCC-CC	Ca
Найнижча	C ДДД-Д	C

Показник рейтингу цінного папера розраховується на основі аналізу економічного та політичного стану країни емітента та його платоспроможності.

Основними показниками системи є рейтинг емітента та рейтинг цінних паперів. Рейтинг емітента містить рейтинг держави (суверенний рейтинг) і рейтинги окремих територій у межах держави. Рейтинги цінних паперів поділяються на коротко- та довгострокові.

Завдяки рейтингам інвестор отримує можливість:

- прийняти ефективне рішення щодо здійснення інвестицій у певну країну;
- визначити граничні рівні ризику інвестування коштів і порівняти їх відповідно до різних фінансових інструментів;
- скласти уявлення про фінансовий стан емітента та його перспективи.

11.3 Принципи портфельного інвестування

Відповідно до специфіки портфельного інвестування інвестори, вкладаючи кошти, керуються різними мотивами.

Суб'єкти господарювання здійснюють інвестиції в короткострокові інструменти насамперед для забезпечення ліквідності фірми та меншою мірою для отримання доходу. Переміщення тимчасово вільних коштів з національних ринків у портфельні інвестиції через операції з фінансовими інструментами міжнародного грошового ринку зумовлені:

- можливістю отримання більшого доходу (скоригованого на рівень ризику) на вкладені в них кошти, аніж на національних ринках;
- диференціалом доходу;
- розмірами премії за ризик;
- рівнем операційних витрат (конверсійного спреду та комісійних);
- умовами валютного регулювання.

Наявність досить високих операційних витрат при здійсненні інвестицій в інструменти міжнародного грошового ринку передбачає формування портфеля цих інструментів з урахуванням передусім розміру конверсійного спреду валют, в яких вони деноміновані.

Основними принципами, якими керуються при здійсненні таких інвестицій, є:

- диверсифікація портфеля;
- щоденний перегляд портфеля;
- урахування ліквідності ринку первинного інструмента.

Довгострокове портфельне інвестування здійснюється суб'єктами господарювання нефінансового сектора виходячи з наявності коштів у розмірах, що перевищують їх потребу в обігових коштах, але недостатні для здійснення прямих інвестицій.

Водночас портфельні інвестиції не останньою чергою слугують засобом нагромадження коштів за рахунок капіталізації доходу, який вони дають. Це зумовлює зв'язок між іноземними прямими та портфельними інвестиціями.

Загальний дохід, отриманий на портфельну інвестицію, можна оцінити за допомогою такого розрахунку:

$$R = [1 + (S_1 - S_0 + r) / S_0] (1 + e) - 1,$$

де R — загальний дохід на інвестиції в іноземні цінні папери, що перерахований у національній валюті; S_0 і S_1 — курс цінного папера, перерахований в іноземній валюті на момент відповідно придбання і продажу; r — дохід на цінний папір в іноземній валюті; e — зміна вартості валюти, в якій деноміновано папір у відсотках щодо національної валюти.

Вагомими стимулами для здійснення іноземних портфельних інвестицій є можливість отримання більшого доходу та диверсифікації портфеля з урахуванням співвідношення “дохід — ризик”.

Основні принципи здійснення портфельного інвестування передбачають використання пасивної та активної інвестиційної стратегії.

Пасивна діяльність збільшує дохід портфеля через урахування ринкової капіталізації.

Активна стратегія ґрунтується на очікуваних доходах і їх кореляції із загальним портфелем.

Способи здійснення іноземних портфельних інвестицій на міжнародних фінансових ринках передбачають такі варіанти:

- придбання цінних паперів на національних фондових ринках через фінансових посередників;
- придбання цінних паперів на іноземних фондових ринках через іноземних фінансових посередників;
- участь в інвестиційних фондах, які інвестують на міжнародних фондових ринках;
- придбання депозитарних розписок.

Ураховуючи рівень комісійних, що стягують фінансові посередники за свої послуги, останні два способи більш доступні.

Технологія інвестування передбачає здійснення таких кроків:

- прийняття рішення щодо місця торгівлі, вибору певного національного фондового ринку;
- прийняття рішення щодо фінансового посередника, через якого здійснюється вихід на ринок.

Найпопулярнішими торговими майданчиками світового фондового ринку є фондові біржі США — NYSE, AMEX і позабіржова торгова система NASDAQ, яка стала сучасним лідером фондової торгівлі в цій країні, посунувши колишнього лідера NYSE, за рахунок котирування акцій найвідоміших високотехнологічних компаній США (Microsoft, Dell, Intel).

Галузева зорієнтованість інвестицій зумовлена рівнем рентабельності емітентів. Тривалий час компанії, пов'язані з високими технологіями, засобами телекомунікації, мали рентабельність, яка значно перевищувала рентабельність підприємств традиційних галузей промисловості. Лідерами 1998–2000 рр. на фондовому ринку США, наприклад, були акції підприємств, що розробляють програмні продукти (Microsoft, NETA, Netscape Communication), виробників комп'ютерів (Dell, Intel, CPQ), електронних магазинів (Yahoo, Lycos, Cisco systems), а також підприємств, які займаються розробкою та підтримкою комунікаційних мереж, безпеки передавання інформації, електронних грошей та віртуальних магазинів.

Наступний крок передбачає укладання угоди з брокерською фірмою. Остання відкриває інвестору інвестиційний рахунок, на якому здійснюється облік руху коштів і цінних паперів, що відбувається внаслідок здійснення операцій. Брокер встановлює початковий внесок, початкову маржу, яку інвестор має перерахувати на цей рахунок (розмір може становити 50–100 тис. дол. для юридичних осіб і не менше 5 тис. дол. для фізичних осіб).

Інвестиції на міжнародному фондовому ринку здійснюються з використанням технологій маржинальної торгівлі. Зокрема, вона передбачає надання посередником кредиту інвестору — “плеча” (leverage). Мінімальний розмір “плеча” може становити до 50 % суми, а максимальний — перевищувати її в 50 разів (1:50). Вартість цього кредиту досягає 20–24 % річних, хоча практика засвідчує й можливість безвідсоткового кредитування, яке супроводжується врахуванням можливих ризиків у розмірі комісійних, що сплачуються фінансовому посереднику.

За послуги фінансові посередники стягують комісійну винагороду, розмір якої встановлюють за двома принципами:

- відповідно до суми угоди, і в такому разі відшкодувати-муть усі витрати фінансового посередника (депозитарні, консультаційні послуги тощо);
- визначення невеликої за розміром комісії (1 %) і стягнення плати за послуги окремо.

Отже, вибір фінансового посередника передбачає оцінювання та порівняння умов надання кредиту інвестору і принципів нарахування комісії.

При інвестуванні на міжнародному фондовому ринку відіграє значну роль форма наказу, яка залежить від оцінки інвестором стану ринку та його готовності ризикувати.

Розвиток Інтернету надає певних переваг інвесторам, які здійснюють інвестиції на міжнародному фондовому ринку. Серед цих переваг необхідно виокремити такі:

- угода з фінансовим посередником укладається електронною поштою, що прискорює владнання формальностей;
- фінансові посередники, які пропонують свої послуги через Інтернет, як правило, встановлюють нижчий або навіть фіксований розмір комісії.

Водночас існує низка негативних моментів у користуванні Інтернетом під час здійснення міжнародних інвестицій, а саме:

- ціни на фондові цінності, які пропонують фінансові посередники в Інтернеті, вищі за рахунок комісій, які вони сплачують іншим фінансовим посередникам, оскільки не мають прямого доступу до торговельних майданчиків фондового ринку;
- заявки, які надходять до електронного брокера, виконуються почергово що потребує певного часу й може призвести до прийняття, неефективних інвестиційних рішень і до втрат.

Доступ до світового фондового ринку вітчизняних інвесторів і проблема легалізації доходів передбачають вирішення таких питань:

- угода, що укладається з фінансовим посередником, має бути законною для брокера;
- угода не повинна суперечити законодавству країни-інвестора;
- відносини мають забезпечувати конфіденційність.

Відповідно до законодавства України фізичні особи мають обмежені можливості доступу до міжнародних фондових ринків. Відповідно до валютного законодавства для відкриття рахунка в зарубіжному банку резиденти повинні мати дозвіл (індивідуальну ліцензію) НБУ.

11.4. Міжнародний фондовий ринок

Міжнародний фондовий ринок є складовою міжнародного фінансового ринку та охоплює відповідні сектори провідних національних фондових ринків, які обслуговують процеси переливання капіталу в міжнародній економіці через забезпечення руху цінних паперів.

Фінансові інструменти міжнародного фондового ринку обертаються на біржовому та позабіржовому секторах цього ринку. Про-

цеси глобалізації через інтернаціоналізацію фондової торгівлі охоплюють обидва сектори фондового ринку: біржовий і позабіржовий. Сучасна тенденція розвитку міжнародного фондового ринку полягає у прискоренні темпів глобалізації саме позабіржового фондового ринку.

Біржові системи різних країн суттєво відрізняються одна від одної передусім складом оперативних функцій. Для здійснення міжнародного портфельного інвестування необхідно орієнтуватися в особливостях організації та у принципах функціонування провідних фондових бірж.

Організація біржової торгівлі залежить від форми торгівлі (її аукціону) і ролі біржових посередників у процесі проведення торгівлі.

Торгівля може бути організована як простий або як подвійний аукціон, його різновид — безперервний аукціон, залежно від глибини, ширини та рівня спротиву фондового ринку, пов'язаного з діапазоном цін покупців і продавців.

Тип ринку формується залежно від ролі посередників в організації фондової торгівлі. Розрізняють агентський і дилерський ринки.

Агентський (наказовий) ринок передбачає реалізацію угод біржовими посередниками від імені клієнта та його коштом, посередники виступають агентами клієнта.

Дилерський (котирувальний) характер ринку передбачає, що цінними паперами торгують посередники — дилери за свій рахунок, які можуть задовольнити заявки клієнтів зі свого фондового резерву.

Поєднання форм організації біржової торгівлі з типом ринку становить основу біржового механізму та визначає фундаментальні особливості торгівлі цінними паперами на кожній з провідних бірж світу.

За принципами організації більшість фондових бірж є некомерційними організаціями незалежно від того, приватні вони чи ні. Вибір видів їхньої діяльності визначається не можливим прибутком, а користю, яку вони можуть дати своїм членам. Фактично вигоди членам біржі перетворюються на послуги з фінансового посередництва.

Надходження іноземних цінних паперів на національні біржі регулюється державою через:

- адміністративне регулювання (ліцензування, фіксацію граничних обсягів надходження цінних паперів іноземним емітентам тощо);

- оподаткування операцій і доходів, отриманих інвесторами від операцій з цінними паперами;
- валютний контроль і валютні обмеження.

Сучасні тенденції розвитку фондового ринку:

- фондовий ринок набуває якості основного структурного елемента світового фінансового ринку;
- прискореними темпами здійснюється технологічне переозброєння фондового ринку на основі сучасних інформаційних технологій;
- фондовий ринок глобалізується через злиття провідних фондових ринків світу, їх кооперування, уніфікації правил торгівлі, обміну інформацією;
- поступово зникають відмінності між традиційними фондовими біржами та електронними позабіржовими торговими системами, зокрема завдяки універсалізації діяльності фондових бірж.

Фондовий ринок США. Найпотужнішою складовою міжнародного фондового ринку є ринок США, передусім Нью-Йоркська фондова біржа та НАСДАК.

Нью-Йоркська фондова біржа функціонує на таких засадах:

- операції на біржі мають право здійснювати тільки її члени. Рада директорів регулює чисельність членів біржі (їх кількість перевищує 1500). Членами біржі можуть бути лише фізичні особи, проте якщо член біржі є співвласником фірми, вся фірма вважається членом біржі;
- місця на Нью-Йоркській біржі продаються особам, які відповідають формальним вимогам, визначеним засновницькими документами;
- ціна за місце встановлюється в індивідуально залежно від біржової кон'юнктури: від кількох десятків тисяч доларів до кількох сотень тисяч доларів.

Загалом контингент членів Нью-Йоркської біржі характеризується високою стабільністю, що робить її одним з елітарних інститутів США.

Усі члени Нью-Йоркської фондової біржі поділяються на шість категорій, які мають особливі функції в упорядкуванні торгівлі:

- біржові брокери, або брокери інвестиційних будинків (інвестиційних компаній, банків);

- спеціалісти;
- брокери торгового залу;
- біржові маклери;
- облігаційні брокери;
- асоційовані члени.

Основну роль в операціях на Нью-Йоркській фондовій біржі відіграють перші дві категорії — біржові брокери й спеціалісти, *відповідно цей ринок є переважно дилерським з використанням техніки безперервного аукціону.*

Біржові брокери, або брокери інвестиційних домів (інвестиційних компаній, банків) — це співробітники фірм — членів фондової біржі, які виконують накази клієнтів тільки своїх інвестиційних домів. Брокери не мають права здійснювати операції за свій рахунок і лише доставляють накази клієнтів до операційного залу спеціалістам.

Спеціалісти відповідають за певну групу цінних паперів (наприклад, акції “Дженерал Моторс” або акції ІБМ). Основна функція спеціаліста — забезпечувати ліквідність акцій у разі виникнення тенденції до зростання їх курсу і придбання — у разі падіння, стабілізуючи тим самим ринок, діючи всупереч тенденціям ринку. Спеціаліст виконує операції безпосередньо в операційному залі, діючи одночасно і як агент, і як дилер. Іншими словами, з одного боку, він фактично є брокером для брокерів, а з іншого — здійснює операції з купівлі-продажу цінних паперів за власний рахунок.

Брокери торгового залу (“дводоларові брокери”) виконують доручення інших брокерів, якщо з будь-яких причин не можуть виконати замовлення свого клієнта. Брокери цієї категорії стягують комісійні за кожен угоду (свого часу ціна їхніх послуг була фіксованою — два долари, звідси й децю жаргонна назва цих брокерів). Через *особливості функцій брокерів торгового залу тип їхньої діяльності можна визначити як агентський ринок.*

Біржові маклери здійснюють операції в торговому залі за свій рахунок або виконуючи доручення, в яких мають частку участі.

Облігаційні брокери реалізують угоди виключно з облігаціями.

Асоційовані члени — це особи, які мають допуск до операційного залу біржі та право укладати угоди (директори, керуючі й інші представники фірм — членів фондової біржі).

На Нью-Йоркській фондовій біржі котируються і перебувають в обігу цінні папери тільки тих корпорацій, що відповідають вимогам *лістингу*:

- ринкова вартість розміщуваних акцій має бути не менша від визначеної суми (близько 20 млн дол.);
- в обігу мають перебувати щонайменше 1 млн звичайних акцій; власників “повних лотів” має бути як мінімум 2 тис. осіб;
- прибутки корпорації до виплати податків за останній фінансовий рік мають становити не менше визначеної суми (на початку 90-х років вона сягала 2,5 млн дол.), за кожний із двох попередніх років — також не менше визначеної суми (2 млн дол. на рік).

До уваги беруться також популярність корпорації в масштабі країни, місце її в галузі, загальний стан і перспективи розвитку. Передбачено також додаткові умови реєстрації цінних паперів на біржі, а саме вимогу, за якою корпорація зобов’язана одержувати доручення (на голосування) від своїх акціонерів і періодично надавати інформацію інвесторам.

Для початкового лістингу на Нью-Йоркській фондовій біржі встановлені такі вимоги:

- прибутки емітента — не менше 2,5 млн дол. (до оподаткування);
- чисті активи емітента — понад 10 млн дол.;
- загальна ринкова вартість простих акцій, розміщених публічно, — не менше 8 млн дол.;
- загальна кількість публічно розміщених акцій — 1 млн штук;
- кількість власників акцій (повних лотів по 100 акцій) — 2 тис. утримачів.

У разі отримання наступного лістингу вимоги менш жорсткі. Припинення котирування або вилучення паперів з тих, що котируються, припускається або за рішенням Ради директорів біржі, або за вимогою компанії. Рада директорів біржі може піти на такий крок, якщо корпорація не дотрималася згаданих вище вимог. Таке саме рішення може ухвалити і сама корпорація, якщо за нього проголосувало 2/3 акціонерів, а також якщо проти цього не заперечували не більше 10 % акціонерів і на це була згода більшості директорів корпорації.

Депозитарними і розрахунково-кліринговими операціями в США займаються такі організації: Депозитарна довірча компанія,

Клірингова корпорація з державних цінних паперів, Національна клірингова корпорація, Опціонна клірингова корпорація, Федеральний резервний банк Нью-Йорка.

Значна частина операцій на фондових біржах США здійснюється з похідними цінними паперами (деривативами). Це насамперед ф'ючерси (з різними базовими активами), опціони та різноманітні синтетичні деривативи. Основна частина угод із ф'ючерсами укладається в історичному центрі ф'ючерсної торгівлі — Чикаго, де провідну роль у торгівлі деривативами відіграють дві біржі: Чиказька товарна біржа (Chicago Mercantile Exchange — СМЕ) й Чиказька торгова рада. Остання спеціалізується на ф'ючерсах за довго- та середньостроковими казначейськими облігаціями. Чиказька товарна біржа займається в основному торгівлею ф'ючерсами за казначейськими векселями і депозитними сертифікатами. Ф'ючерси посіли таке місце в операціях товарних бірж, що розмежування між цими біржами та фондовими біржами втрачає колишній сенс, тому нині товарні біржі стали важливою складовою фондового ринку. Наприкінці 90-х років лондонська LIFFE та СМЕ об'єднали свої торгові системи з метою забезпечити можливість одночасного проведення операції на обох майданчиках.

Крім двох Чиказьких бірж, досить активними в торгівлі ф'ючерсами є також дві Нью-Йоркські біржі: Нью-Йоркська біржа ф'ючерсів і Нью-Йоркська товарна біржа “Комекс”. Головним центром торгівлі опціонами в США є Чиказька біржа опціонів, де укладається більша частина всіх опціонних контрактів — як у кількісному, так і у вартісному вираженні.

У торгівлі деривативами головну роль у США відіграють інституціональні інвестори, тому що такі операції є капіталомісткими.

Біржова торгівля опціонами почала розвиватися з 1973 р. і демонструє високі темпи. З кінця 70-х років Опціонна клірингова корпорація з метою упорядкування торгівлі та зниження ризиків почала встановлювати обмеження на запровадження в оборот нових опціонів і застосувати жорсткі вимоги до реєстрації опціонів на біржах.

Фондовий ринок Японії. Фондовий ринок Японії характеризується високою концентрацією, найпотужніші інвестиційні компанії (“Номура”, “Дайва”, “Нікко” і “Ямаїчі”) здійснюють 80 % торгівлі облігаціями і 75 % послуг андеррайтингу. Усі інвестиційні інститути є членами Японської асоціації дилерів фондового ринку.

В Японії є вісім фондових бірж, головна — Токійська фондова біржа (ТФБ), заснована в 1878 р., на частку якої нині припадає понад 80 % обороту цінних паперів у країні (на Осацьку фондову біржу — 15 %). На ТФБ, крім торгівлі акціями та облігаціями, активно торгують ф'ючерсами. З 1990 р. на біржі з'явилися опціони на ф'ючерсні контракти.

Торгівля на біржі здійснює “з голосу” і в автоматизованому режимі на принципах безперервного аукціону за допомогою книги “ліміт-замовлень” і табло. Ринок є агентським.

Опціонні контракти на акції котируються на Осацькій фондовій біржі.

Інфраструктура фондового ринку Японії передбачає здійснення депозитарно-клірингових операцій такими установами, як Японський депозитарний центр, Японська клірингова корпорація з цінних паперів, Банк Японії. У Японському депозитарному центрі кожна з фондових бірж відкриває спеціальний рахунок для укладання угод з акціями. Центр створено 1984 р. і з 1991 р. він став єдиним депозитарієм з національних акцій, замінивши Японську клірингову корпорацію з цінних паперів (депозитарно-клірингову організацію ТФБ). Проте остання виконує депозитарно-клірингові функції з деяких цінних паперів, зокрема з акцій іноземних емітентів, з варіантів і державних облігацій, що мають лістинг на ТФБ, а також надає послуги з визначення взаємних зобов'язань щодо цінних паперів. Для укладання угод за нематеріалізованими державними облігаціями використовується депозитарно-клірингова система Банку Японії (за аналогією з процедурою, застосовуваною на Лондонській фондовій біржі).

Фондовий ринок Великої Британії. Історично фондовий ринок Великої Британії формувався як міжнародний, і до кризи 30-х років ХХ ст. емісії іноземних зобов'язань перевищували за обсягом національні емісії. Нині Лондон — провідний центр торгівлі євровалютами та вторинного ринку євробондів. Лондонська фондова біржа (ЛФБ), яка є частиною Лондонського фінансового центру, посідає третє місце у світі з капіталізації й здійснює найбільшу кількість операцій з акціями іноземних емітентів. На ЛФБ котирується понад 500 цінних паперів іноземних емітентів.

Членами біржі є брокерсько-дилерські фірми, маркет-мейкери, брокери дилерів, грошові брокери.

Маркет-мейкери посідають центральне місце на біржі. Їхній обов'язок — котирування цінних паперів протягом робочого дня.

Брокери дилерів є посередниками між маркет-мейкерами.

Особливість організації торгівлі цінними паперами на ЛФБ — поєднання агентського та дилерського ринків. Торгівля акціями 100 провідних компаній здійснюється за принципами агентського ринку, тобто через електронну книгу наказів SETS; маркет-мейкери не можуть самостійно виводити котирування цінних паперів на екран, оскільки це здійснює автоматизована система котирування фондової біржі (SEAQ), яка функціонує цілодобово.

Іншими акціями торгують за принципами дилерського ринку, тобто маркет-мейкери здійснюють котирування через електронну систему.

Характерною особливістю є те, що на відміну від США, де торгівля державними облігаціями здійснюється на позабіржовому ринку, у Великобританії велика частина таких угод реалізується на ЛФБ.

У Великобританії депозитарно-клірингові послуги надають Центральний депозитарний кліринговий центр і Лондонська розрахункова палата.

У квітні 2000 року було оприлюднено наміри про злиття Лондонської фондової біржі із Франкфуртською фондовою біржею з метою утворення пан'європейської біржі для торгівлі цінними паперами 300 провідних європейських компаній. Проте і на нинішній час аналітики вважають, що процес злиття може бути тривалим внаслідок необхідності узгодження питань уніфікації правил та інструкцій щодо ведення торгів та зниження операційних витрат об'єднаної біржі. Зниження операційних витрат потребує додаткових інвестицій у сумі майже 170 млн євро.

Процеси розвитку фондового ринку у країнах Європейського Союзу є складовими загального інтеграційного процесу запровадженням спільної європейської валюти та проведенням спільної грошово-кредитної політики. Наприкінці березня 2000 р. відбулося злиття Паризької, Амстердамської та Бельгійської фондових бірж та створення Euronext — найбільшого за обсягами торгового фондового ринку в Єврозоні.

Позабіржовий ринок. У сучасних умовах зростає роль позабіржового сектора міжнародного фондового ринку. Між позабіржовим і біржовим ринками існують певні відмінності:

- на позабіржовому ринку відсутній центр для здійснення операцій (немає залу й інших атрибутів біржі) — угоди на ньому

укладаються через телекомунікаційну мережу, до якої підключено учасників;

- правила реєстрації учасників на позабіржовому ринку менш жорсткі, ніж на біржі;
- якщо біржі діють за принципом подвійного аукціону, угоди регулюються правилами біржі, то на позабіржовому ринку угоди укладають шляхом прямих переговорів сторін і за полегшеними правилами позабіржового обороту;
- на відміну від біржі, посередники позабіржового ринку поєднують у своїй діяльності функції брокера й спеціаліста.

Позабіржовий ринок виник як альтернатива біржовому. Багато нових компаній, які оголосили передплату на акції, не могли виходити на біржу через те, що їхні параметри не відповідали вимогам бірж до реєстрації, вимогам лістингу. Але навіть компанії, що відповідають вимогам реєстрації на біржах, досить часто віддають перевагу позабіржовому ринку. Річ у тім, що більш розгалужена система позабіржового обороту розширює поле діяльності для емітента й інвестора. Більше того, на позабіржовому ринку укладаються угоди із зареєстрованими на біржі цінними паперами.

Сучасною тенденцією розвитку міжнародного позабіржового ринку є прискорені темпи транснаціоналізації діяльності НАСД і НАСДАК. Сьогодні в НАСДАК котирується акцій значно більше американських та іноземних компаній, ніж на всіх американських біржах разом узятих. НАСДАК 1988 р. стала першою міжнародною фондовою біржею, що отримала статус Офіційної фондової біржі Великобританії на знак того, що її робота відповідає найвищим міжнародним стандартам. Користувачами системи НАСДАК є абоненти 50 країн світу. Престиж цієї біржі настільки високий, що деякі компанії, які мають тут котирування, досягнувши параметрів, достатніх для одержання котирувань на Нью-Йоркській фондовій біржі (“Інтел”, “Майкрософт”, “Еппл”, “ЕмСіАй”, “Фуджі”, “Ніссан”, “Еріксон”), воліють залишатися в НАСДАК.

Розглянемо детальніше принципи організації та діяльності цих установ.

Національна асоціація дилерів цінних паперів (НАСД) — це фахова асоціація брокерських фірм і банків, що спеціалізуються на торгівлі цінними паперами на позабіржовому ринку США. Її створено 1938 р. спільними зусиллями Конгресу США і Комісії з цінних паперів і бірж (КЦПБ) з метою надання допомоги у фінансуванні

шляхом створення ліквідного ринку й підтримання справедливих ділових відносин на ньому. Крім того, обов'язком НАСД є насамперед підтримання високого рівня ділової етики відповідно до вимог законів про цінні папери.

До нормативних документів НАСД висувають великі вимоги. Проекти цих документів узгоджують в Інспекції нагляду за саморегулюванням, у Відділі регулювання ринку КЦПБ, після чого схвалюють і реєструють.

НАСД контролює процес продажу цінних паперів більш як 5200 своїх членів, здійснює нагляд за фінансовим станом брокерів і дилерів, які не є членами біржі і працюють безпосередньо з клієнтами. Для контролю використовується система моніторингу. НАСД наділена повноваженнями щодо проведення перевірки на місцях. Нині майже всі брокери-дилери США є членами НАСД (за законом вони мають бути членами цієї асоціації). Численні комітети асоціації, дислоковані в усіх штатах, спостерігають за діяльністю членів НАСД, виробляють правила, створюють системи комунікацій, послуг і всієї інфраструктури обслуговування ринку.

Відповідно до наданого 1964 р. асоціації права вона створила систему НАСДАК, що розгорнула свою діяльність 1971 р.

НАСДАК — це комп'ютеризована система позабіржового котирування акцій. Аббревіатуру НАСДАК утворили додаванням двох слів — “автоматизовані котирування” — до аббревіатури НАСД.

Щоб увійти в систему НАСДАК, компанії повинні мати щонайменше 100 тис. акцій, розміщених за публічною передплатою, і об'єднувати як мінімум 300 акціонерів. Крім того, передбачаються додаткові умови щодо цін на акції, обсягу активів і прибутків. Позабіржовий ринок має союзників в особі інвестиційних банків, що є членами Нью-Йоркської фондової біржі й водночас виконують функції дилерів на позабіржовому ринку.

Національна асоціація дилерів цінних паперів — це своєрідна електронна фондова біржа. На відміну від класичної фондової біржі, де операції здійснюють “спеціалісти” за приписаними до них акціями, на ринку НАСДАК діють численні посередники-дилери, які конкурують і забезпечують ліквідність ринку, а їхні персональні комп'ютери з'єднані з центральною системою інформації.

Структурно НАСДАК складається з трьох компонентів:

- 1) лінії зв'язку, що об'єднує дилерів;
- 2) центрів з опрацювання інформації (у двох штатах);
- 3) програмного забезпечення.

Лінія зв'язку і центри з опрацювання належать компанії “НАСДАК стокмаркет” (дочірнього підприємства НАСД), яке опрацьовує і спрямовує інформацію до системи котирування.

Остання складається з трьох рівнів:

- перший — одержання найвищих котирувань;
- другий — одержання всіх котирувань;
- третій — уведення в систему дилерами своїх котирувань.

Дилери укладають угоди з “НАСДАК стокмаркет” щодо устаткування автоматизованих робочих місць, приєднуються до основної системи НАСДАК у режимі обслуговування третього рівня (“рівень 3”). Приєднавши до системи свої комп'ютери, дилер має змогу працювати як біржовий маклер (“маркет-мейкер”) щодо акцій окремих компаній. Система “рівень 3” надає дилерам широкий спектр послуг, доступ до котирувань цін, співвідношенням між ціною покупця й ціною продавця, інформації про ціну й обсяг останньої угоди. Ставши абонентом системи “рівень 3”, дилер має змогу укладати угоди на біржі НАСДАК. Угоди укладаються безперервно в обох напрямках для кожного типу цінних паперів. Дилер зобов'язаний повідомляти про угоду протягом 90 секунд після її виконання. Доступ до системи “рівень 3” може бути припинений дилером або за вказівкою НАСД. Система “рівень 3” працює в режимі реального часу в межах усєї країни. Діяльність на біржі НАСДАК підпорядкована жорсткому контролю НАСД.

На біржі НАСДАК є повний перелік галузей для інвестування. Інвестор має змогу вибрати найкращий об'єкт із корпорацій, зареєстрованих у НАСДАК. Понад 400 фірм працюють у НАСДАК як брокери, які здійснюють котирування цінних паперів.

Інша сучасна тенденція розвитку міжнародного фондового ринку — диверсифікація торгових структур торговими системами, некерованими фондовими біржами, через організацію чисельних **позабіржових електронних систем “пошуку пакетів”**. Системи можна класифікувати на види за такими критеріями:

а) за механізмами ціноутворення:

- системи, пов'язані з біржовими ринками;
- самостійні системи;

б) за часом функціонування:

- системи, які функціонують у робочий час;
- системи, які функціонують в позаурочний час.

Відомо системи пошуку пакетів “Аутекс” (належить компанії “Томпсон Інтернешнл”) і “Інстинет” (належить агентству “Рейтер”).

Системи “перехоплення” — це різновид автоматизованих торгових систем, керованих кількома провідними брокерами-дилерами. Інституціональні інвестори в цьому разі здійснюють торгівлю безпосередньо один з одним, без публічного ціноутворення. Ці системи перехоплюють замовлення, що надходять від клієнта брокера, а інколи і замовлення від брокерів-дилерів, спрямовуючи їх на регульовані ринки для виконання.

“Інстинет”, наприклад, володіє “мережею перехоплення”, що функціонує в позабіржові години й дає змогу здійснювати купівлю-продаж пакетів цінних паперів за тією самою ціною, за якою проводилися останні торги на одній з бірж США.

Аналогічну мережу “Пазит” створено позабіржовою дилерською фірмою “Джефферіс енд компані” і компанією “Барра фінаншнл” (обидві мають штаб-квартири в Каліфорнії).

Більш “молодою” позабіржовою ордерною системою, що мінімально залежить від біржових цін, є система одноцінового аукціону, розроблена американською компанією “Стів Вунш”, яку тимчасово звільнено від реєстрації як біржу цінних паперів. Механізм її функціонування передбачає повернення в електронній формі до системи дійсного аукціону, де заявки на купівлю й продаж цінних паперів вводяться в систему, а ті з них, що можуть бути виконані, одночасно виконуються за ціною, за якою купується і продається більшість цінних паперів.

Функціонують й інші позабіржові ринки, які цілковито або частково оснащені електронним устаткуванням. Наприклад екранні системи торгівлі власністю (СТС), фінансуються брокерами-дилерами і спроможні проводити торги за акціями, державними облігаціями й опціонами. СТС і надалі розвиватимуться, якщо вони порівняно із звичайними регульованими ринками надаватимуть значні переваги для користувачів, які, крім іншого, матимуть змогу економити кошти. У майбутньому СТС будуть поширюватися завдяки своїм перевагам — зростаючі компанії матимуть змогу звільнитися від посередників, а також не витратять багато коштів на оформлення угод.

Прискорений розвиток позабіржового ринку відбувається у Західній Європі. На базі шведської біржі ОМ було створено торго-

ву мережу в Європі, до якої підключено найбільші міжнародні банки і брокерські компанії, для торгівлі акціями та деривативами. У 1998 р. вона мала 173 члени з 11 країн. У червні 1999 р. до мережі була підключена Копенгагенська фондова біржа та заснована Norex, яка здійснює постачання акцій більше 6000 емітентів роздрібним брокерам Європи. На початку 1996 р. започаткувала свою діяльність централізована торгова система EASDAQ — європейський спільний ринок для компаній, які швидко розвиваються. На початок 1997 р. її ринкова капіталізація складала 5,4 млрд дол. З того ж року почав функціонувати і EURO. NM — європейський неорганізований ринок для компаній, які швидко розвиваються. Ця мережа поєднує торгові системи фондових бірж Німеччини, Франції, Бельгії, Нідерландів та Італії.

Контрольні питання

1. Охарактеризуйте суб'єктів міжнародного портфельного інвестування та мотивів їх діяльності на фондовому ринку.
2. Зазначте фінансові інструменти, які використовуються для здійснення міжнародних портфельних інвестицій.
3. Зазначте мотиви здійснення портфельних інвестицій на грошовому ринку.
4. Охарактеризуйте принципи портфельного інвестування на грошовому ринку.
5. Вкажіть мотиви портфельних інвестицій.
6. Назвіть способи здійснення міжнародних портфельних інвестицій.
7. Чим керується інвестор, обираючи фінансового посередника для здійснення портфельних інвестицій?
8. Назвіть провідні фондові біржі світу.
9. Особливості функціонування міжнародного позабіржового фондового ринку.

Література

1. Закон України “Про режим іноземного інвестування” від 19.03.96.

2. *Про порядок* надання індивідуальних ліцензій на відкриття резидентами рахунків в іноземних банках: Положення НБУ від 29.12.95 № 328.
3. *Міжнародні фінанси* / За ред. О. І. Рогача. — К., 2003.
4. *Мировые финансы* / Максимо Энг и др. — М., 1998.
5. *Тесля П. И.* Международные финансовые рынки. — Н., 1997.
6. *Финансовые инвестиции и риск.* — К., 1995.
7. *Хэррис Дж. Мэнвилл.* Международные финансы. — М., 1996.
8. *Черкасов В. Е.* Международные инвестиции: Учеб.-практ. пособие. — М.: Дело, 1999.
9. *Шклярук С. Г.* Портфельное инвестирование. Теория и практика: Учеб. пособие: Курс лекций по инвестированию, формированию и управлению инвестиционным портфелем. — К.: Нора-принт, 2000.



The educational book sets forth the specifics of functioning of the main areas of international finance. It describes in detail the principles, conditions and mechanism of the flow of international financial resources. Further, it analyzes the nature of transactions mediating the financial resources flow among agents of the international economy, peculiarities of organization of the international financial markets.

The manual contains check questions that will facilitate digestion of the material by students, a list of educational literature familiarization with which will allow deepening their knowledge.

The book is intended for students, postgraduates, instructors/professors, professionals who are concerned with problems of international finance and are engaged in this field.



Підп. до друку 25.04.02. Формат 60×84₁₆. Папір офсетний. Друк офсетний.
Ум. друк. арк. 11,62. Обл.-вид. арк. 12,7. Тираж 5000 пр. Зам. № 5-480

Міжрегіональна Академія управління персоналом (МАУП)
03039 Київ-39, вул. Фрометівська, 2, МАУП

*Свідоцтво про внесення до Державного реєстру суб'єктів видавничої справи
ДК № 8 від 23.02.2000*

Друкарня ТОВ "Техніка ЛТД"
03062 Київ-62, вул. Чистяківська, 32

Свідоцтво ДК № 54 від 17.04.2000