

*О.М. Колодізев, канд. екон. наук, доц., Харківський національний економічний університет;
В.В. Поляков, Компанія "KALITA-FINANCE"*

ОЦІНКА ЗАГАЛЬНИХ ТЕНДЕНЦІЙ РОЗВИТКУ ГЛОБАЛЬНОГО ВАЛЮТНОГО РИНКУ

У статті узагальнені результати аналітичного дослідження тенденцій світового валютного ринку і ринку похідних фінансових інструментів у розрізі їх структурних складових. Проаналізована динаміка змін оборотів глобального валютного ринку за контрагентами, видами основних світових валют з урахуванням фактора їх географічного розподілу. Розглянуто рекомендації щодо вибору варіанта торгових стратегій учасниками валютного ринку.

Ключові слова: валютний ринок, фінансові інструменти, контрагенти глобального валютного ринку, світові валюти.

Метою статті є узагальнення результатів дослідження тенденцій світового валютного ринку та надання рекомендацій щодо вибору торгових стратегій учасниками ринку.

Виклад основного матеріалу. На початку квітня 2007 р. 54 центральні банки країн світу взяли участь у дослідженнях загальних тенденцій розвитку валютного ринку та ринку похідних фінансових інструментів. Дослідження проводяться під егідою Банку міжнародних розрахунків (Bank for International Settlements – BIS) кожні три роки. В процесі аналізу враховувалися динаміка змін загальної структури глобального валютного ринку, показники розвитку традиційного сегмента валютного ринку щодо його основних інструментів: спот, форвард, валютні свопи, а також показники оборотів грошових і процентних похідних фінансових інструментів позабіржового сегмента ринку.

BIS розпочав глобальні дослідження валютного ринку у квітні 1989 р. Аналіз обороту позабіржовому сегменту ринку похідних фінансових інструментів проводився вп'яте (початок – у квітні 1995 р.). Результати досліджень країн були оприлюднені у національних оглядах, які в подальшому були використані BIS для узагальнення їх на світовому рівні. При цьому загальні висновки огляду було адаптовано як до національних особливостей подвійного підрахунку результатів, так і до глобальних з урахуванням очікування можливих розривів і погрішностей тощо.

Результати аналізу 2007 р. в традиційному сегменті валютного ринку свідчать про значне зростання його обороту порівняно з 2004 р.

Середньоденні показники обороту зросли до 3,2 трлн. дол. у квітні 2007 р., що на 71 % (відповідно до поточних курсів) і на 65 % (відповідно до постійних курсів) вище за показники 2004 р. [6, 7]. Темпи зростання цього показника є значно більшими відносно динаміки показників протягом аналогічного періоду з 2001 до 2004 р. Такий стан речей пояснюється результатом як переоцінки вартості активів, так і втручанням інших факторів, які здійснювали вплив на загальний результат (табл. 1).

Таблиця 1

Середньоденні обороти глобального ринку FOREX, млрд. дол. (адаптовані до національних і глобальних особливостей подвійного підрахунку)*

Показники	Роки					
	1992	1995	1998	2001	2004	2007
Спот трансакції	394	494	568	387	621	1005
Форварди аутрайт	58	97	128	131	208	362
Валютні свопи	324	546	734	656	944	1714
Очікувані погрішності	43	53	61	26	107	128
Всього	820	1190	1490	1200	1880	3210
Всього (відповідно до курсів квітня 2007 р.)	880	1150	1650	1420	1950	3210

* Джерело: BIS

Характерні тенденції розвитку традиційного сегмента валютного ринку досліджуваного періоду:

- 1) на фоні низького рівня волатильності фінансових ринків і загального небажання учасників ринку ризикувати – суттєве збільшення оборотів інвестиційних груп, зокрема, хедж-фондів. На думку аналітиків,

- цьому частково сприяло значне зростання частки прайм-брокерінгу та збільшення кількості приватних інвесторів;
- 2) диверсифікація портфелів за рахунок міжнародних активів з боку інституційних інвесторів з орієнтацією на довгострокове інвестування;
 - 3) збільшення обсягів технічної торгівлі, переважно алгоритмічної, що призвело до зростання оборотів за угодами “спот”. Найбільше зростання спостерігалось на ринку валютних свопів на протигагу періоду з 2001 до 2004 р., коли зростання сегмента валютних свопів було значно нижчим, ніж за контрактами “спот” та форвардами “аутрайт”. Зміни показників оборотів хеджування, на думку аналітиків, могли призвести до виникнення подібної ситуації;
 - 4) зростання показників загального обороту валютного ринку за участю всіх учасників ринку в період з 2004 до 2007 р. Обороти між основними учасниками – банками і фінансовими клієнтами – суттєво збільшилися, а питома вага між ними в

- загальному обсязі розрахунків збільшилася з 33 % (у 2004 р.) до 40 % (у 2007 р.). Питома вага оборотів за угодами між банками та нефінансовими установами також мала тенденцію до зростання і досягла показника 16 %, що відповідало рівню 1992-1998 рр., тим самим відображаючи високу активність операцій зі злиття та поглинання (Mergers & Acquisitions – M&A), а також активність діяльності хедж-фондів;
- 5) зниження питомої ваги міжбанківської торгівлі в загальному обсязі. На думку експертів, зменшення обсягів міжбанківського ринку реально відображає процеси консолідації діяльності, які існують у банківському секторі.

Надамо оцінку діяльності глобального валютного ринку в розрізі основних контрагентів (таблиця 2). Так, у 2007 р. обсяги торгівлі між дилерами становили 43 % ринку порівняно з 53 % у 2004 р. та з 64 % у 1998 р. [3, 4]. Відповідний тренд характерний для всіх типів інструментів.

Таблиця 2

Середньоденні обороти глобального ринку FOREX за контрагентами, млрд. дол. (адаптовані до національних і глобальних особливостей подвійного підрахунку)

Показники	1998 р.		2001 р.		2004 р.		2007 р.	
	Сума	%	Сума	%	Сума	%	Сума	%
Всього	1429	100	1174	100	1773	100	3083	100
Дилери	908	64	689	59	936	53	1319	43
Інші фінансові інститути	279	20	329	28	585	33	1235	40
Нефінансові угруповання	242	16	156	13	252	14	527	17
Національні ринки	657	46	499	43	674	38	1185	38
Міжнародні ринки	772	54	674	57	1099	62	1896	62

* Джерело: BIS

Головними драйверами зростання оборотів глобального ринку виступали фінансові клієнти (інші фінансові інститути), що обумовлено, переважно, декількома причинами. По-перше, валютні ринки (FOREX) пропонували інвесторам, які використовували торгівлю з кредитним плечем, на відносно короткострокових періодах з достатньо привабливим рівнем доходності. По-друге, довгострокові інвестори активно здійснювали диверсифікацію своїх портфелів, що призвело до виникнення прямого та непрямого попиту на валютному ринку. Крім того, зростання частоти

укладення угод за рахунок алгоритмічної торгівлі декількома інвесторами, переважно інвестиційними банками, також призвело до збільшення обороту, особливо на ринку “спот”.

Так звані левередж-інвестори, зокрема хедж-фонди, враховуючи їх активність, в останні роки стають головними гравцями на валютному ринку. Присутність приватних левередж-інвесторів зросла на ринку FOREX, хоча їх вплив на загальносвітові обороти все ще залишається відносно незначним, а розмір кредитного плеча, що пропонується ними, занадто незначний.

Таблиця 3

Середньоденні обороти глобального ринку FOREX за видами валют, %*

Валюта	Роки					
	1992	1995	1998	2001	2004	2007
Долар США	82,0	83,3	87,3	90,3	88,7	86,3
Євро	–	–	–	37,6	37,2	37,0
Японська єна	23,4	24,1	20,2	22,7	20,3	16,5
Фунт стерлінгів	13,6	9,4	11,0	13,2	16,9	15,0
Швейцарський франк	8,4	7,3	7,1	6,1	6,1	6,8
Австралійський долар	2,5	2,7	3,1	4,2	5,5	6,7
Канадський долар	3,3	3,4	3,6	4,5	4,2	4,2
Шведська крона	1,3	0,6	0,4	2,6	2,3	2,8
Долар Гонконгу	1,1	0,9	1,3	2,3	1,9	2,8
Норвезька крона	0,3	0,2	0,4	1,5	1,5	2,2
Новозеландський долар	0,2	0,2	0,3	0,6	1,0	1,9
Мексиканський песо	–	–	0,6	0,9	1,1	1,3

* Джерела: BIS, офіційні дані НБУ

Як свідчать результати загального аналізу, в цілому частка валют ринків, що розвиваються, збільшилася майже до 20 % від усіх трансакцій у квітні 2007 р., порівняно з менш ніж 15 % у квітні 2004 р. та менш ніж 17 % – у квітні 2001 р. [6, 7]. За висновками провідних аналітиків, подібна динаміка може вказувати на довгострокові тенденції, що, врешті-решт, може свідчити про наявність географічного розподілу валютних продажів і дозволяє довести розбіжності за вагомістю цих валют для різних фінансових центрів світової економіки.

У географічному розподілі валютного ринку протягом періоду, що досліджувався, значних змін не відбулося. Серед країн – головних фінансових центрів – тільки Великобританія, Швейцарія та Сінгапур збільшили свої ринкові частки, в той час ринкові частки США і Японії суттєво зменшилися (табл. 4).

За оцінками аналітиків, одним із факторів, який впливає на загальний тренд, є те, що приватні інвестори протягом даного періоду мали значно більший доступ до маржинальних рахунків через торгівельні термінали. Це дозволяло їм здійснювати операції в реальному режимі часу.

За останні три роки, як свідчить статистика, принципових змін у структурі обороту за видами валют не відбулося. Проте спостерігалася тенденція до зниження частки основних валют – долара США та японської єни (табл. 3).

Реальний стан речей можна пояснити ефектом переоцінки вартості активів, яка призвела до знецінення цих валют відповідно до періоду з 2004 до 2007 р. Деякі валюти, що використовуються для торгівлі у *carry trade*, особливо австралійський та новозеландський долари, значно збільшили власну питому вагу. Суттєвим також стало збільшення частки гонконгського долара, що, на думку експертів, пояснюється поширенням зв'язків Гонконгу з Китаєм (особливо враховуючи свіжі вливання акцій переважною кількістю у IPO (*Initial Public Offering*) – первісної публічної пропозиції (розміщення) акцій китайських компаній в Гонконгу). Обсяги IPO на фондовій біржі Гонконгу за останні роки були достатньо значними, в середньому на рівні 2 млрд. дол. протягом місяця. За даними торгів, у квітні 2007 року китайські компанії розмістили акцій на суму у 9 млрд. дол. на фондовому ринку, переважно у Гонконгу.

Такі зміни у структурі обороту за видами валют призвели до значної активності на грошовому ринку. Покупці більш активно здійснювали пошуки джерел фінансових вкладень. Це в подальшому передбачає переміщення активів на валютному ринку FOREX, особливо в сегменті деривативів за рахунок спопування американського долара у долар Гонконгу.

Таблиця 4

Дані географічного розподілу середньоденних оборотів глобального ринку FOREX, млрд. дол.*

Країна	1998 р.		2001 р.		2004 р.		2007 р.	
	Сума	%	Сума	%	Сума	%	Сума	%
Австралія	47	2,4	52	3,2	81	3,4	170	4,2
Франція	72	3,7	48	3,0	64	2,7	120	3,0
Германія	94	4,8	88	5,5	118	4,9	99	2,5
Гонконг	79	4,0	67	4,1	102	4,2	175	4,4
Італія	28	1,4	17	1,0	20	0,8	36	0,9
Японія	136	6,9	147	9,1	199	8,3	238	6,0
Сінгапур	139	7,1	101	6,2	125	5,2	231	5,8
Швейцарія	82	4,2	71	4,4	79	3,3	242	6,1
Великобританія	637	32,4	504	31,2	753	31,3	1359	34,1
США	351	17,9	254	15,7	461	19,2	664	16,6

*Джерела: BIS, офіційні дані НБУ

Фахівці коментують зміну показників питомої ваги ринкової присутності ситуацією з передислокацією торговельних площадок. Якщо аналізувати більш детально подібні зміни, то можна визначити, що більш висока частка Австралії (зростання з 3,4 до 4,2 %) пояснюється збільшенням оборотів за участю австралійського долара в *carry trade*. Ситуацію з підвищенням частки Гонконгу (зростання з 4,2 до 4,4 %) можна, на думку авторів, пояснювати, враховуючи зростаючу роль Китаю на світовому валютному ринку.

Серед країн, що розвиваються, заслуговують на увагу відповідні економічні процеси в Індії.

На думку провідних фінансистів, протягом досліджуваного періоду спостерігалися спроби офіційних осіб Індії послабити контроль за переміщенням капіталу у світовому фінансовому просторі. Так, протягом останніх трьох років реалізація стратегій *carry trade* дозволяла провідним учасникам ринку реально отримувати значні прибутки (рис. 1).

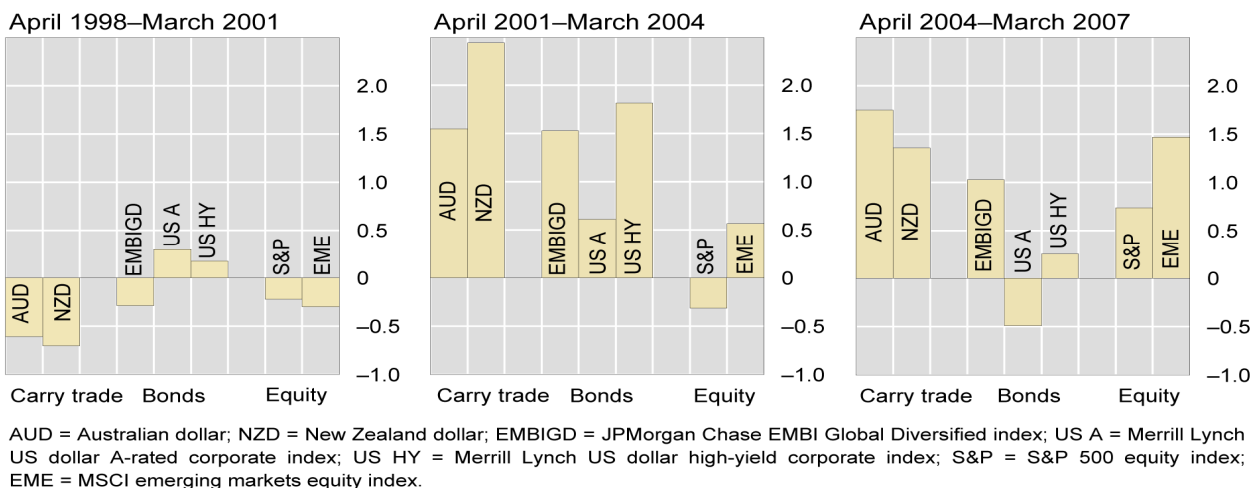


Рис. 1. Коефіцієнти Шарпа

(джерела: Bloomberg; Date stream; Global Financial Data; JPMorgan Chase; Merrill Lynch; BIS)

Коефіцієнти Шарпа розраховуються як відношення надлишкової дохідності (перевищення дохідності над безризиковою ставкою) за рік до стандартного відхилення від цього доходу. Місячна ставка Libor за долларом США врахована як вільна від ризику.

Дохідності за *carry trade* розраховані як доходи за рахунками у доларах США, гарантовані майновою заставою від стратегії запозичення у єнах при співвідношенні важеля 10, придбанням депозиту за австралійським або новозеландським доларами на один місяць, враховуючи прибутки та збитки, які будуть накопичені.

Усі індекси облігацій (Bonds) та акцій (Equity) розраховуються у доларах США.

Аналіз оборотів відповідно австралійського та новозеландського долларів, які використовуються в *carry trade*, дозволяє зробити певні висновки щодо їх значення у зростанні протягом періоду з квітня 2004 р. до квітня 2007 р. При цьому спостерігалася позитивна кореляція між такими показниками як збільшення оборотів за певними видами валют та рівнем внутрішніх процентних ставок щодо відповідних фінансових інструментів (рис. 2).

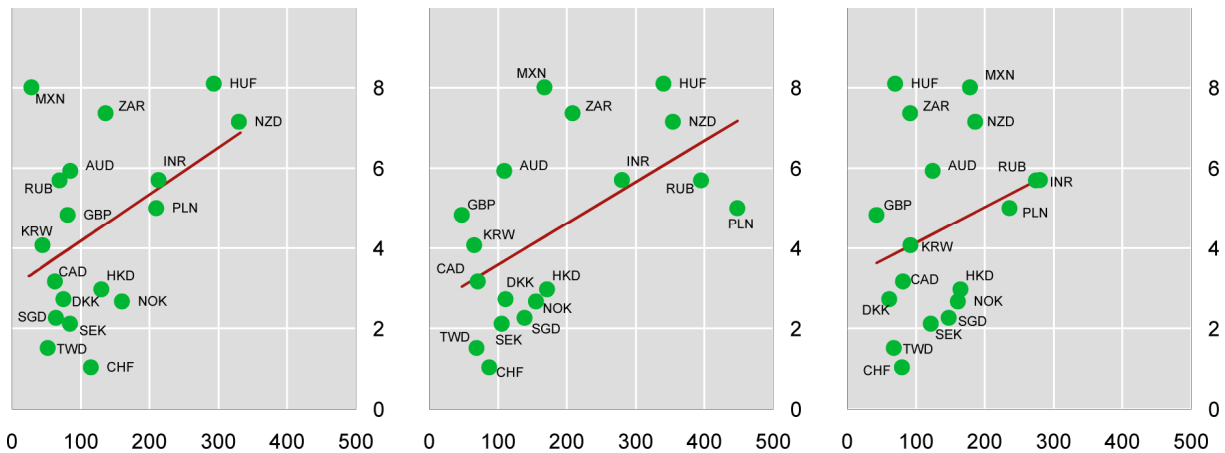


Рис. 2. Обороти і процентні ставки:
 по горизонталі – процентні зміни оборотів протягом періоду 2004-2007 рр., %;
 по вертикалі – середня тримісячна процентна ставка протягом квітня 2004 – квітня 2007 р., %
 (джерела: Data stream; BIS, офіційні дані НБУ)

Як свідчить практика, участь і вклад стратегій *carry trade* у формування загального обороту валютного ринку стають дедалі вагомішими, переважно за рахунок фондів, які знаходяться під управлінням левередж-інвесторів.

Активність функціонування хедж-фондів значно підвищилася за останні шість років, що наочно продемонстровано у графічному матеріалі на рис. 3.

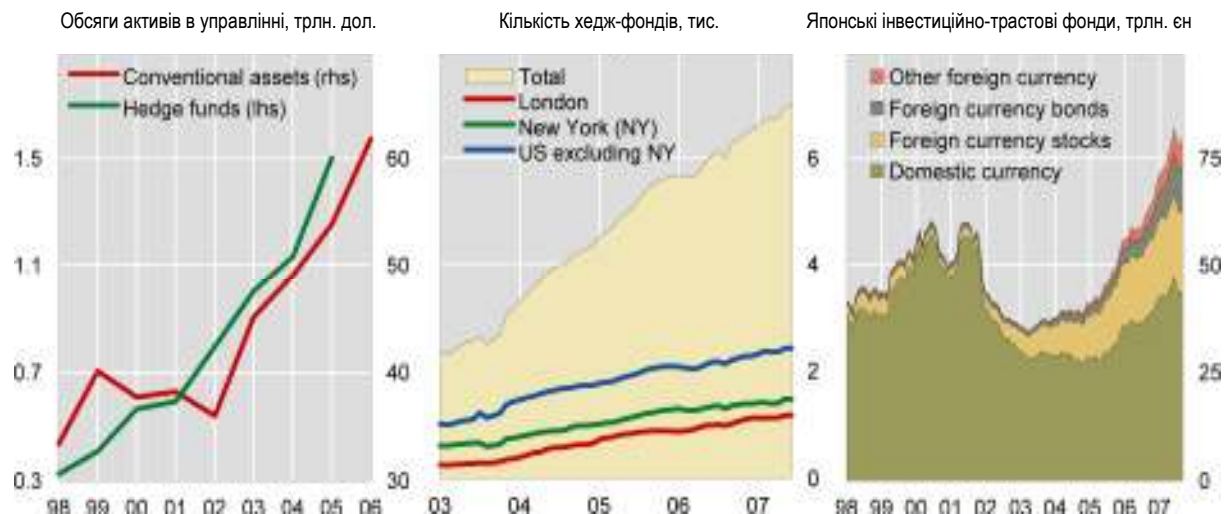


Рис. 3. Фонди, що знаходяться в управлінні
 (джерела: Hedge Fund Research (HFR), IFSL; Investment Trust Association Japan)

Зростання активності хедж-фондів було переважним і сконцентровано у таких фінансових центрах, як США і Лондон. Необхідно також зазначити про доступ до відносно дешевих ресурсів і сприятливих умов на фінансових ринках – зростання кількості хедж-фондів на валютних ринках відбувалося переважно за рахунок активізації надання послуг з прайм-брокерінгу.

Діяльність таких інституціональних інвесторів, як пенсійні фонди та інвестиційні траст-менеджери з вкладеннями на довгостроковій основі, також стала більш активною. Як і діяльність короткострокових інвесторів, діяльність інвесторів на довгостроковій основі була зорієнтована на ринок FOREX і розглядала його як окремий клас активів. При такому підході інвестори на довгостроковій основі зайняли активну позицію на ринку щодо управління валютними коштами з перспективою збільшення доходів від міжнародної інвестиційної діяльності. Одним із ключових аспектів такого підходу стало збільшення *currency overlay* – процесу, при якому інвестори здійснюють управління валютними позиціями більш активно та відслідковують ці позиції відокремлено.

Результати статистичного аналізу дозволяють зробити висновки про те, що протягом досліджуваного періоду стало зростання алгоритмічної торгівлі виступало як головний стимул розвитку електронних брокерів у структурі міжбанківського сегмента. Інвестиційні портфелі цих інституцій були більш диверсифікованими на міжнародному рівні. При цьому активність їх діяльності залежала від конкретних подій на фінансових ринках, що виступали як стимули. З метою хеджування валютного ризику в їх арсеналі знаходилися для застосування більш доступні фінансові інструменти [5]. Це дозволило їм регулярно змінювати валютні позиції. Необхідно зазначити, що загальна вартість фондів, управління якими здійснюється такими інвесторами, значно зросла. На рис. 3 (у правому секторі) чітко відображені їх тенденції на прикладі японських інвестиційних трастових фондів.

На думку аналітиків, збільшення обсягів оборотів між дилерами та іншими фінансовими інститутами, особливо хедж-фондами та інвестиційними банками, ймовірно було забезпечено під впливом ще одного фактора – зростання алгоритмічної торгівлі.

Подібний стиль торгівлі було розроблено з метою використання коливань курсів валют, які формувались доступними електронними засобами і були засновані на певному переліку заздалегідь встановлених правил.

Наприклад, у своїй практичній діяльності алгоритмічні трейдери з достатньо високою частотою здійснюють спроби використання змін в доходності *carry trade*. Таким чином, алгоритмічна торгівля генерує високий оборот відносно базового розміру позиції. Розвиток даного ринку значною мірою визначається перевагами технології електронних торговельних систем, особливо у сегменті ринку “spot”.

На практиці також існує багато прикладів того, що алгоритмічні трейдери сприяли значному зростанню активності на ринку ф'ючерсів.

За результатами аналітичного дослідження в сегменті позабіржового ринку похідних фінансових інструментів можна робити висновок про подальше зростання темпів його оборотів. Середньоденний оборот контрактів на процентну ставку і нетрадиційних похідних фінансових інструментів валютного ринку досяг 2,1 трлн. дол. США (станом на квітень 2007 р.). Такий показник більше на 71 % у порівнянні із аналогічним періодом – початком квітня 2004 р. Дана тенденція до зростання відповідає річному зростанню у 20 % та цілком співпадає із зростанням у 1995 р., коли в загальний огляд почали включати деривативи.

Зростання було особливо значним у сегменті валютного ринку у квітні 2007 року, коли середньоденні обороти по свопам з крос-валютами і валютними опціонами зросли на 111 % і досягли 0,3 трлн. дол. США. Також було зафіксовано значне зростання оборотів традиційних інструментів, таких як спот, форвард і чистих валютних свопів (на 71 %) [6, 7]. Протягом даного періоду опціони залишалися основними нетрадиційними валютними інструментами в сегменті позабіржового ринку, складаючи приблизно три чверті їх загального обсягу. Найбільшими темпами зростали такі інструменти як свопи з крос-валютами, оборот яких становив 0,1 трлн. дол. США. При цьому слід враховувати можливість пояснення зростання їх обсягів за рахунок хеджування боргових зобов'язань в іноземній валюті. Станом на квітень 2007 р. спостерігалася значна емісія емітентами-нерезидентами деномінованих у доларах боргових зобов'язань. Але деякі

емітенти мали можливість здійснювати хеджування своїх зобов'язань на ринку свопів.

Стосовно сегмента процентних контрактів, який має більш поширене представництво в даному сегменті ринку, можна відзначити цілком повільне його зростання – середньоденне зростання обороту складало 64 % і досягло 1,7 трлн. дол. США. Обсяги торгівлі на позабіржовому ринку перевищили більш ніж удвічі обсяги торгівлі на організованих площадках (біржах), обороти за лістинговими контрактами, в порівнянні з обсягами оборотів щодо торгівлі з використанням похідних фінансових інструментів, також були значно вищими. У сегменті валютного ринку були зафіксовані значно менші обсяги валютних деривативів, ніж обсяги оборотів позабіржового ринку похідних фінансових інструментів, при цьому спостерігалось стрімке зростання валютних ф'ючерсів і опціонів.

Аналізуючи позабіржовий сегмент деривативів щодо торгівлі за контрактами на процентну ставку, можна відзначити, що євро залишався у статусі лідируючої валюти. Протягом досліджуваного періоду 39 % загального обороту було деноміновано у євро і тільки 32 % – у доларах США. За висновками експертів, більш висока частка євро у структурі загального обороту пояснюється важливою роллю євrorинку своп, обсяги якого зросли до 0,5 трлн. дол. США. У порівнянні з наведеним показником середньоденний оборот за своп-контрактами, деномінованими у доларах США, складав лише 0,3 трильйона.

Слід зауважити, що угоди про майбутню процентну ставку і опціони навпаки, згідно зі статистикою, залишаються більш значущими у доларах США, ніж у євро. Обороти FRAs, деномінованих у євро, знизилися на 43 % протягом трьох років з квітня 2004 до квітня 2007 року. Такі тенденції свідчать про втрату цими інструментами своєї важливості у процесі торгівлі короткостроковими угодами на процентну ставку та їх заміщення свопами на процентну ставку “овернайт”. Рівень втрати позицій є досить значним, причому в процесі аналізу можна спостерігати, що така ситуація відбувалася переважно у другій половині 2006 року та на початку 2007 року. Одним із пояснень цього факту є недостатня кількість офіційної інформації щодо реалізації монетарної політики єврозони протягом даного періоду.

Проаналізуємо загальну динаміку оборотів протягом аналогічного періоду відносно інших

ключових валют. Незважаючи на лідируючі позиції євро та долара США по оборотах позабіржових деривативів за контрактами на процентну ставку, їх сукупний оборот зменшився на 10 % і становив 70 % у квітні 2007 року [6, 7]. У той же час зростання обороту в неключових сегментах ринків було удвічі більшим, ніж по оборотах двох валют-лідерів. Так, середньоденні торговельні обороти деривативів, деномінованих у фунтах стерлінгів, зросли на 91 % у порівнянні зі зростанням на 42 % у євро та 53 % у доларах США, обороти за контрактами, деноміновані в єнах, практично були потроєні. При цьому частка японської єни в загальному обороті зросла з 4,5 до 8 %.

Аналітики стверджують, що подібне зростання цілком відображає фінансову привабливість ринку єни в умовах виходу із застою і стабілізації процентних ставок.

Протягом досить тривалого часу спостерігалася стійка тенденція нарощення міжнародних трансакцій у сегменті позабіржових деривативів. У квітні 2007 р. питома вага таких трансакцій складала приблизно дві третини їх загального обсягу і зросла з квітня 2004 року до 60 %. Відповідно до нетрадиційного сегмента валютного ринку їх частка в загальному обороті досягла найбільшого показника за міждилерськими трансакціями – 77 %, та відповідно, найнижчого показника за трансакціями між дилерами, які беруть участь в огляді, і нефінансовими клієнтами – 53 %. На ринку процентних ставок частка міжнародних угод суттєво знизилася: на міжбанківському ринку – до 61 % в порівнянні з клієнтським ринком (71 % щодо торгівлі з іншими фінансовими інститутами та 73 % – щодо торгівлі з нефінансовими структурами), на що, безумовно, вплинула сильна позиція локальних дилерів у специфічних видах валют.

Як свідчать статистичні дослідження, обороти щодо позабіржових деривативів ще більш сконцентрувалися у декількох фінансових центрах на відміну від торгівлі традиційними контрактами з іноземною валютою. Практично дві третини загального обороту позабіржових деривативів було зосереджено у двох країнах світу, в порівнянні із половиною обороту сегмента традиційного валютного ринку. Великобританія зайняла лідируючу позицію як торговельна площадка ринку позабіржових деривативів – її частка становила 42,5 % світових продажів.

Наступною країною виступають США з показником частки у 23,8 %. Поза межами

впливу цих двох фінансових центрів найбільші обсяги торгівлі було зафіксовано в Європі – головним чином у Франції (7,2 %), Німеччині (3,7 %),

Ірландії (3,4 %) та Швейцарії (2,9 %) [6, 7].

Окрім Сполучених Штатів Америки, до країн, які займають провідне місце за обсягами торгівлі позабіржовими деривативами, належать Японія та Сінгапур. Ці країни знаходяться відповідно на п'ятій та восьмій позиціях у загальному рейтингу показників обороту.

За офіційними результатами аналітичних досліджень розвитку валютного ринку та ринку похідних фінансових інструментів, оприлюдненими BIS, протягом останніх трьох років можна спостерігати активізацію діяльності як у традиційному секторі валютного ринку, так і в сегменті ринку деривативів. Загальне зростання оборотів підтверджує позитивні тенденції активізації валютного ринку протягом тривалого часу, починаючи з 1998 року (див. табл. 1, 5).

Таблиця 5

Середньоденні обороти глобального ринку FOREX, у % до попереднього періоду (адаптовані до національних і глобальних особливостей подвійного підрахунку)

Показник	1995/1992	1998/1995	2001/1998	2004/2001	2007/2004
Спот трансакції	25,38	14,98	-32,04	60,88	61,84
Форвард аутрайт	67,24	31,96	1,56	60,00	74,04
Валютний своп	68,52	34,43	-10,63	43,90	81,57
Очікувані погіршеності	45,12	25,21	-19,46	56,67	70,74
Всього за курсами квітня 2007 р.	30,68	43,48	-13,94	37,32	64,62

*Джерело: BIS

Аналіз статистичних даних щодо динаміки структури оборотів валютного ринку в досліджуваному періоді дозволив зробити авторам дослідження наступні висновки:

1. Відсутність чіткої ринкової тенденції поведінки на валютному ринку (або завершальна стадія її тренду) створює умови для поступового зменшення оборотів за всіма типами фінансових інструментів.

2. На стадії зародження нової тенденції (або тренду), яка підтверджується поточним трендом, спостерігається збільшення оборотів валютного ринку (коли зберігається загальна тенденція).

Так, обсяги оборотів за операціями спот протягом останніх двох періодів, починаючи з 2001 р., зростали, маючи стійку тенденцію (разом склали приблизно 61 % за період). Кількість валютних свопів була подвоєна протягом досліджуваного періоду, що вказує на пролонгацію-подовження відкритих валютних позицій. Можна прогнозувати можливість їхнього пересвопування в наступних періодах за рахунок перенесення прибуткових відкритих позицій.

У процесі дослідження структури світових валют за останні три роки привертає увагу факт збільшення частки валютних ринків, що розвиваються. Не викликає сумнівів той факт, що тенденції посилення ролі таких валют є наслідком активного розвитку економік цих країн. При цьому слід враховувати певні

обмеження, які існують у даних країнах стосовно здійснення валютних операцій. Розглядаючи структуру питомої ваги валют країн БРІК (Бразилія, Росія, Індія, Китай), можна відзначити зростання їх оборотів (табл. 6).

Коментуючи результати табличного аналізу, зауважимо, що найбільший приріст фіксується за індійською рупією. Це повною мірою відображає зусилля керівництва цієї країни, спрямовані на пом'якшення умов для переміщення капіталу.

Таблиця 6

Середньоденні обороти глобального ринку FOREX (валюти ринків, що розвиваються), %

Валюта	2001 р.	2004 р.	2007 р.
Долар Гонконгу	2,3	1,9	2,8
Російський рубль	0,4	0,7	0,8
Польський злотий	0,5	0,4	0,8
Індійська рупія	0,2	0,3	0,7
Китайський юань	0	0,1	0,5
Бразильський реал	0,4	0,2	0,4

*Джерело: BIS

У процентному відношенні також значно збільшилися обороти з китайським юанем. Це свідчить про зростання товарообігу Китаю з іншими країнами світу.

Серед розвинутих країн значних змін у географічному структуруванні валютного ринку

не відбулося. Головні фінансові центри (Великобританія, Швейцарія і Сінгапур) збільшили ринкову частку, а США і Японії – скоротили.

Цікавим фактом є швидкі темпи концентрації фінансових потоків в Росії в порівнянні з 2001 р. (табл. 7). За офіційними даними, протягом останніх шести років частка російського рубля була подвоєна, що віддзеркалює ситуацію щодо посилення економіки країни та дозволяє прогнозувати подальше збільшення частки розрахунків у рублях.

Зростання обсягів фінансових потоків у Росії пояснюється консолідацією банківського капіталу, зростанням потоків іноземних інвестицій у країну, що пов'язано з покращенням інвестиційного клімату, а також зі зростанням цін на природне паливо. Наслідком подібних тенденцій

є збільшення грошових потоків щодо розрахунків за енергоносії та стрімке зростання обсягів золотовалютних резервів Росії.

Таблиця 7

Географічний розподіл середньоденних оборотів глобального ринку FOREX, млрд. дол. США*

Країна	2001 р.		2004 р.		2007 р.	
	Сума	%	Сума	%	Сума	%
Бельгія	10	0,6	20	0,8	48	1,2
Італія	17	1,0	20	0,8	36	0,9
Корея	10	0,6	20	0,8	33	0,8
Мексика	9	0,5	15	0,6	15	0,4
Норвегія	13	0,8	14	0,6	32	0,8
Росія	10	0,6	30	1,2	50	1,3
Канада	42	2,6	54	2,2	60	1,5

*Джерело: BIS

Результати теоретичних досліджень та аналітичних оглядів оборотів валютного ринку дозволяють зробити певні висновки щодо вибору варіантів торгових стратегій учасниками ринку з метою максимізації прибутку від операцій на міжнародних валютних ринках.

Так, нарощення оборотів світовими валютами-лідерами при появі чіткого тренду вказує на підвищену зацікавленість інвесторів до вибору стратегії торгівлі у напрямку існуючого тренду.

Наступною стратегією, виходячи зі збільшення частки високодохідних валют, є стратегія *carry trade*, яка передбачає здійснення запозичень у низькодохідних валютах: доларах США, японських енах, швейцарських франках і

прийняття довгих позицій у високодохідних валютах – фунтах стерлінгів, австралійських та новозеландських доларах, а також у деяких валютах ринків, що розвиваються. Вибір та застосування стратегії *carry trade*, як правило, пов'язаний з прийняттям інвестором деякого ризику при зміні курсів низькодохідних валют.

Прикладом зниження практичної зацікавленості до вибору такої стратегії інвесторами можуть виступати події на ринку субстандартного іпотечного кредитування США у 2006 році та загострення ситуації у серпні 2007 року. При цьому спостерігалось значне зниження інтересу інвесторів до ризику та до угод, заснованих на різниці між процентними ставками.

У подальшому ситуація може розвиватися у напрямку переорієнтації інтересу інвесторів на інші валюти (китайський юань, японська ена). Аналізуючи конкретні політичні та економічні події в країнах БРІК, можна стверджувати, що лібералізація їх валютних відносин призведе до значного зростання обсягів операцій з валютами цих країн. Результатом виходу однієї валюти із двох, що беруть участь при укладенні угод, на лідируючі позиції є прогнозування майбутнього зростання обсягів оборотів з цією валютою.

Величезний інтерес фахівців викликають статистичні дані, надані BIS щодо позицій глобального ринку (OTC – over-the-counter) позабіржових деривативів. Такі дані містять інформацію щодо оборотів валютного ринку FOREX та ринку деривативів (разом із піврічною статистикою ринку OTC-деривативів), які містяться у другій частині трирічного огляду центральних банків країн.

За результатами аналізу було виявлено наступні тенденції розвитку ринку OTC-деривативів. Так, протягом останніх трьох років можна було спостерігати за швидкими темпами зростання позицій у цьому сегменті ринку.

Нагадаємо, що перший огляд позицій за OTC деривативами було здійснено у 1995 році (огляд враховує тільки деривативи OTC форекс і деривативи на процентну ставку. Але за деякими даними передбачено, що позиції за іншими категоріями ризику були відносно незначними до сучасного періоду. Тому погрішність за результатами від неповного покриття, ймовірно, є малою). Для характеристики ефективності функціонування ринку OTC-деривативів використовують наступні показники:

1) сума невиконання (*Notional amounts outstanding*) – надає корисну інформацію про структуру ринку OTC-деривативів, але не може бути інтерпретована як міра рівня ризику певних

позицій. За даними статистики, суми невиконання за такими фінансовими інструментами станом на кінець червня 2007 р. в загальному обсязі становили 516 трлн. дол. США, що на 135 % вище, ніж за 2004 рік [6, 7]. Такий рівень зростання відповідає річному комбінованому рівню зростання у 33 %, який є вищим, ніж 20 %-ний рівень середньорічного зростання до періоду 1995 р.;

2) валова ринкова вартість (*Gross market value*) – формує корисну інформацію про вартість переміщення всіх відкритих позицій

відповідно до ринкових цін, які є домінуючими. Введення цього показника пов'язано з тим, що доки не існує єдиного показника зміни ризику, який був би вичерпним. Фактичне значення даного показника збільшилося на 74 % протягом звітного періоду до 11 трлн. дол. США на кінець червня 2007 р. (рис. 4, ліва панель, graph 1);

3) ризик контрагента (*counterparty credit risk*). Показники ризиків контрагентів протягом періоду мали загальну тенденцію до зниження за рахунок двостороннього неттингу (взаємозаліку) і додаткових угод.

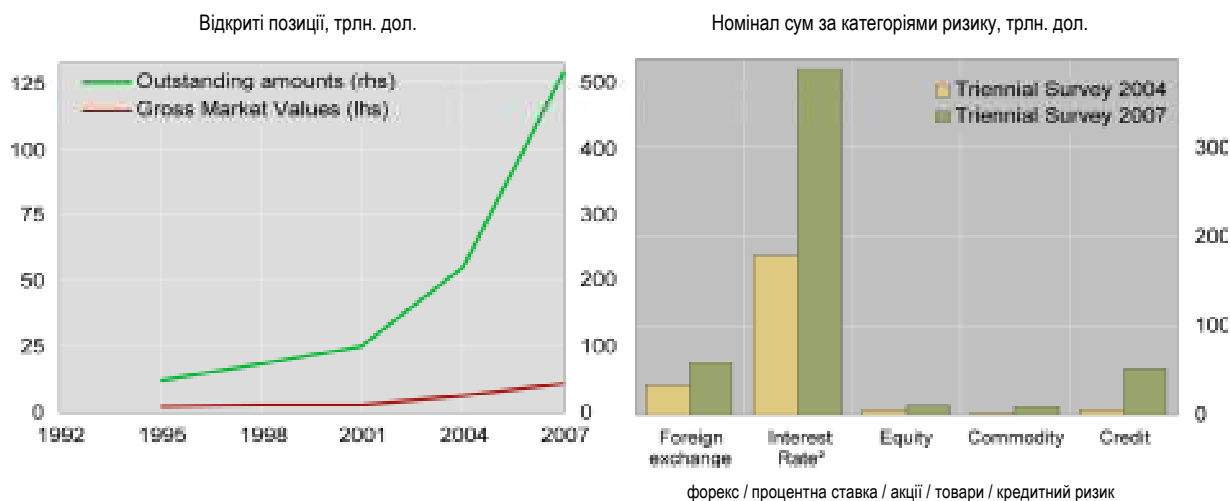


Рис. 4. Позиції на ринках ОТС-деривативів (джерело: BIS)

За офіційними даними, на момент проведення досліджень вичерпна інформація щодо додаткових угод за певними позиціями деривативів є недоступною. За результатами піврічного огляду, валові кредитні позиції для 55 дилерів-учасників неттинг-угод виражалися сумою 2,7 трлн. доларів США, що менше, ніж чверть процента від валової ринкової вартості цих позицій.

За даними офіційної статистики, найвищий рівень зростання було зафіксовано в кредитному сегменті на загальному фоні прискореного зростання за всіма основними категоріями ризику протягом останніх трьох років. Позиція кредитних деривативів досягла рівня 51 трлн. доларів США наприкінці червня 2007 року в порівнянні з 5 трлн. доларів США у 2004 році. При цьому CDSs виступають як домінуючий фінансовий інструмент (88 % від загальної позиції за кредитними деривативами).

Найбільш важливим ризиком на ринку ОТС-деривативів, незважаючи на швидке збільшення рівня кредитних деривативів, залишався ризик зміни процентної ставки. Відкриті позиції за контрактами на процентну ставку досягли рівня

389 трлн. доларів в середині 2007 року, що вдвічі більше, ніж в попередньому періоді.

Обсяги операцій з ОТС-деривативами на процентну ставку склали 75 % від загальної суми та 60 % загальної валової ринкової вартості. Процентні свопи з однією валютою залишилися домінуючим інструментом у сегменті процентних ставок, частка яких становила 79 % загальної суми заборгованостей. Обсяги опціонів склали тільки 15 % ринку, а контракти за угодами на майбутню процентну ставку – 7 % (*FRA – forward rate agreements*).

Зауважимо, що зростання позицій за ОТС валютними деривативами відбувалося значно повільніше, ніж в інших сегментах ринку. Загальна сума невиконаних деривативів за грошовими інструментами збільшилася на 83 % до 58 трлн. доларів на кінець червня 2007 р. Наслідком такої ситуації стало падіння частки валютних контрактів загального ринку ОТС-деривативів до 11 % в порівнянні з 14 % у 2004 р. та більш ніж на третину – по відношенню до бази 1995 р. [6, 7].

Суттєве зростання обсягів форвардних контрактів і свопів мало значний вплив на

обсяги операцій у сегменті цінних паперів ринку ОТС-деривативів. Сумарне значення показника невиконаних деривативів у цьому сегменті ринку було подвоєно до 11 трлн. доларів на кінець червня 2007 року. Позиції за такими інструментами як форварди на акції і свопи стрімко зросли (на 34 %, досягли 3 трлн. дол.). У той час обсяги опціонів зросли на 70 % та досягли 7 трлн. дол. США.

Результати огляду BIS вказують на дуже швидке зростання невиконаних товарних деривативів. Прискорення загального зростання у шість разів забезпечило значення показника у 8 трлн. доларів на кінець червня 2007 року. За висновками фахівців, подібні тенденції мають чітку кореляцію із офіційними звітами щодо підвищення товарних цін протягом останнього періоду. Але певну частину зростання можна пояснити результатом збільшення масштабу огляду. Узагальнюючи результати трирічного огляду, надані відповідальним органом, можна визначити дуже корисні орієнтири, на основі яких сформулювати прогнозні значення граничних інтервалів даних піврічного огляду.

Підводячи підсумки подій першої половини 2007 р., необхідно наголосити на зростанні позицій за валютними контрактами (forex) на 21 % до рівня 49 % проти їх 6 %-го зростання протягом другої половини 2006 р. Сумарні

обсяги невиконаних ОТС-деривативів на процентну ставку збільшилися на 19 % у першій половині 2007 р. (проти 11 % у другому півріччі 2006 р.) і досягли 347 трлн. дол. США. Відповідно, обсяги невиконаних деривативів на процентну ставку, деномінованих у доларах США, зросли на 17 %, і в євро – на 14 % [6, 7].

Фахівці звертають увагу на те, що розпродаж на кредитних ринках у лютому та березні 2007 року мав незначний ефект для зростання ринку CDS – 49 % в першому півріччі. Зростання за мультиіментами контрактами – 70 % – було удвічі вищим, ніж за одноіментами контрактами (36 %).

У сегменті цінних паперів протягом першої половини 2007 року дилери посилили свої позиції загалом по всіх регіонах (на 23 % до 9 трлн. доларів США). Найбільші темпи зростання контрактів спостерігалися на цінні папери Латинської Америки (46 %), а найнижчі – на японські цінні папери (6 %). Необхідно звернути увагу на те, що переважно більша частина ОТС-деривативів на цінні папери належить до європейських акцій і тільки менш ніж чверть – до американських акцій (рис. 5, graph 2, ліва панель). За даними статистики, капіталізація європейських цінних паперів на світовому ринку акцій складає 31 % (відповідно, у США – 43 %).

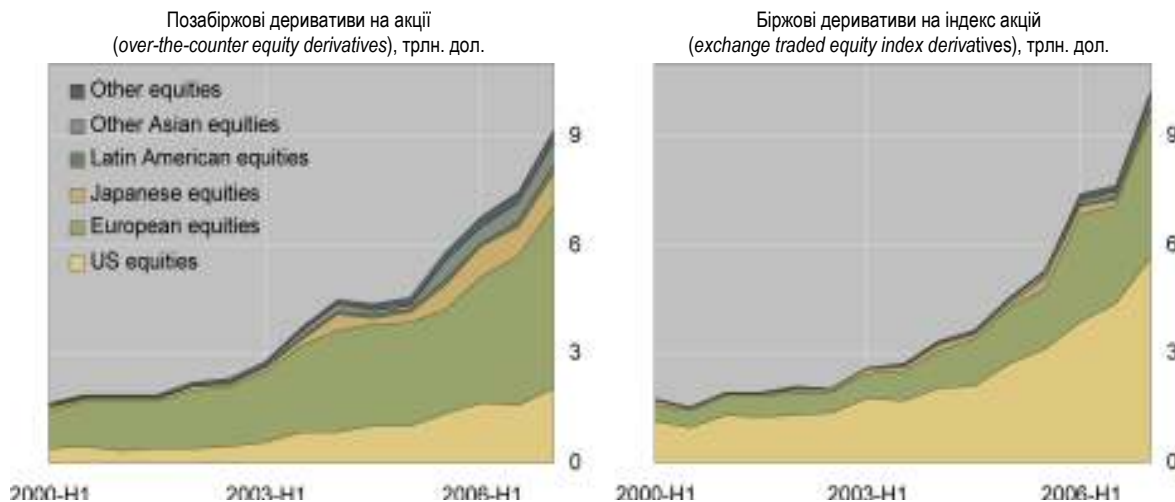


Рис. 5. Обсяги деривативів на акції
(джерела: BIS, FOW TRADE data; Futures Industry Association)

Подібну диспропорцію питомої ваги європейських акцій на ринку ОТС-деривативів аналітики пояснюють тим фактом, що інвестори мають певні уподобання щодо торгівлі американськими акціями з підвищеним рівнем ризику, які нівелюються у процесі біржової торгівлі. Підтвердженням цього є ситуація з

покриттям американськими індексами 56 % ф'ючерсів і опціонів фондових індексів у порівнянні з 39 % індексів, які деноміновані у євро.

Цікавою, на нашу думку, є ситуація зі зниженням обсягів невиконаних опціонів за товарними ОТС-деривативами на золото, сума

яких становила на червень 2007 р. приблизно 426 млрд. дол. США, що на 33,44 % менше, ніж 640 млрд. доларів США оборотів у грудні 2006 р. Аналітики припускають зростання вартості золота і цим пояснюють великі обсяги відкритих позицій у золоті. Такі прогнози підтверджують і загальні тенденції значного зростання товарного ринку.

В умовах сьогодення, при наявності реальної інформації станом на початок 2008 року, ми можемо спостерігати, що прогнози фінансових аналітиків повністю підтвердилися.

Результати аналітичних досліджень свідчать про надзвичайне зростання оборотів глобального ринку FOREX в період з квітня 2004 р. до кінця 2007 р. Так, спостерігається суттєве збільшення кількості трансакцій між дилерами, які взяли участь в огляді, та іншими фінансовими інститутами при зростанні оборотів по валютам ринків, що розвиваються.

Значно збільшились обороти з валютами країн світу, ринки яких формуються, що підтверджує загальну тенденцію про втягнення економік цих країн в глобальну економіку. Зростання також пов'язане із стрімким розвитком економік таких країн, що призводить до збільшення обсягів їх зовнішнього товарообігу і до відповідного збільшення частки розрахунків у валютах цих країн. На думку авторів статті, слід очікувати подальшого динамічного розвитку економік таких країн та відповідного зростання частки валют цих країн у загальному обороті за рахунок реалізації політики лібералізації керівництвом даних країн, спрямованої на зняття певних обмежень щодо переміщення капіталу і відкриття для іноземних інвесторів своїх національних ринків. Врешті-решт, такий перебіг подій може визначати появу якісної структурної перебудови балансу глобального економічного розвитку на користь ринків країн, що формуються. Падіння частки одних сегментів ринку може пояснюватися швидким зростанням інших сегментів.

До факторів, які спричинили подібні структурні зміни оборотів валютного ринку, можна віднести наступні. Посилення диверсифікації портфелів менеджерів довгострокових фондів стало результатом фундаментальних змін у підходах до вибору стратегії їх діяльності. Існування реального потенціалу створює конкретні умови для забезпечення подальшої диверсифікації зростання оборотів між дилерами і фінансовими

інститутами на фоні активізації діяльності приватних левередж-трейдерів.

Потенційна роль та вплив короткострокових інвесторів на розвиток валютного ринку, які застосовують стратегію *carry trade*, змінюється і стає більш залежною від таких факторів, як волатильність на фінансових ринках. За таких обставин подальшого розвитку валютних відносин формуються умови, які мають безпосередній вплив на рівень привабливості форексу як певного класу активів.

Стає очевидним, що різниця між банками, макет-мейкерами та іншими фінансовими інститутами на міжбанківському ринку стає незначною на фоні зростання їх ролі у забезпеченні ринкової ліквідності. Ці тенденції підтверджуються процесами консолідації банківської індустрії, зростанням кількості банківських організацій, що відіграє значну роль на валютному ринку FOREX, збільшенням частки прайм-брокерінгу та допуску хедж-фондів до електронних брокерів міжбанківського ринку. Зростаюча роль мультибанківських електронних торговельних платформ створює можливості для забезпечення сталого зростання оборотів валютного ринку, полегшення доступу інвесторів до макет-мейкерів, ринку приватних маржинальних трейдерів та інструментів алгоритмічної торгівлі.

Висновки фінансових аналітиків дозволяють стверджувати, що найближчим часом однією з найважливіших категорій інвесторів – гравців ринку – стануть державні інвестиційні фонди. Так, китайські та російські державні фонди (ДФ) продовжували здійснювати диверсифікацію своїх резервів, які деноміновані у доларах США, за рахунок інших світових валют. Державні фонди стратегічним напрямом своєї діяльності обирають активізацію роботи з фінансовими інструментами на розвинутих ринках. В даному випадку державні фонди стають могутньою рушійною силою формування вартості ризикових активів.

Перехід економіки України на ринковий шлях розвитку супроводжується значними змінами її фінансової системи. В процесі становлення банківської системи на початку 90-х років в умовах відсутності серйозних регулюючих та нормативних документів НБУ, відсутності ринкового практичного досвіду як у фінансистів, так і у самого керівництва НБУ, в Україні зароджувалася та активно використовувалася певна частина ринкових інструментів валютного і грошового ринку [2]. В умовах економічної та політичної нестабільності Національний банк

Україні завжди мав у своєму активі усі необхідні інструменти для виконання своєї прямої функції як Центрального банку і регулятора грошового ринку.

Здатність забезпечувати повний контроль за грошовим ринком дозволяє НБУ вберегти економіку України від глобальних потрясінь внаслідок зміни валютних курсів, особливо при участі крупних іноземних спекулятивних гравців з активами у мільярди доларів США. В період кризової ситуації НБУ, зменшуючи ліквідність ринку та здійснюючи регулювання в ручному режимі, зміг забезпечити свою самостійність як незалежний державний орган. Це є суттєвим і вагомим фактором у світовій економічній історії. Посилення та подальший розвиток національної економіки України, її відповідність вимогам і принципам процесу світової глобалізації супроводжуватиметься у майбутньому впровадженням сучасних ринкових інструментів як традиційного сегмента валютного ринку, так і сегмента ринку похідних фінансових інструментів у практику господарювання її суб'єктів.

Висновки. Забезпечення ефективної позиції економіки України як суверенної держави в системі відносин глобального валютного ринку залишається важливим завданням на найближчу перспективу її розвитку. Це завдання полягає у створенні та забезпеченні умов для принципових змін фінансової системи країни: законодавчому вирішенні проблем розвитку національного фондового ринку, формуванні передумов формування розвинутого ринку деривативів, розробці і реалізації системи практичної підготовки фахівців для виконання операцій з усіма видами фінансових інструментів та адаптації світового досвіду їх використання в умовах функціонування валютного ринку України.

Список літератури

1. Інструкція з бухгалтерського обліку операцій з похідними фінансовими інструментами в банках України, затверджена постановою Правління Національного банку України від 31 серпня 2007 року № 309.
2. Питання функціонування та вдосконалення інфраструктури фондового ринку України: Інформаційно-аналітичні матеріали / За ред. О.І. Кірєєва, М.М. Шаповалової, Н.І. Гребеник. – К.: Центр наукових досліджень НБУ, 2005. – 132 с.
3. Примостка Л.О. Банківський менеджмент. Хеджування фінансових ризиків: Навчальний посібник. – К.: КНЕУ, 1998. – 108 с.
4. Про банки і банківську діяльність: Закон України // Урядовий кур'єр. – 2001. – 17 січня.
5. Роуз П. Банковский менеджмент: Пер. с англ. – М.: Дело Лтд, 1995. – 798 с.
6. Bank for International Settlements. “Triennial and semiannual surveys on positions in global over-the-counter (OTC) derivatives markets at end-June 2007”. November 2007.
7. Bank for International Settlements. “Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2007. Preliminary global results”. September 2007.
8. White W. Procyclicality in the Financial System: Do We Need a New Macrofinancial Stabilization Framework // BIS Working Papers. – 2006. – № 193. – P. 2-20.

Summary

In article results of analytical research of tendencies of the global currency market and the market of derivative instruments in a cut of their structural components are generalized. Dynamics of changes of revolutions of the global currency market on contractors, kinds of the basic world currencies with allowance for the factor of their geographic distribution is analyzed. Recommendations are considered at the choice of a variant of trading strategy by participants of the currency market.

Отримано 13.02.2008