

Українська академія банківської справи

На правах рукопису

РУСАНЕНКО ІГОР СТАНІСЛАВОВИЧ

УДК 336.748

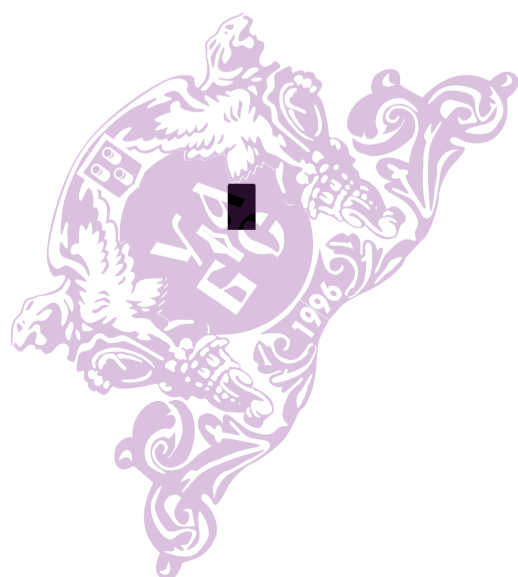
**УПРАВЛІННЯ ВАЛЮТНИМИ РИЗИКАМИ
ПІДПРИЄМСТВ-ЕКСПОРТЕРІВ**

Спеціальність 08.04.01 - фінанси, грошовий обіг і кредит

Дисертація на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Науковий керівник:
кандидат економічних наук,
доцент
Журавка Федір Олександрович

Суми – 2003



ЗМІСТ

ВСТУП	4
РОЗДІЛ 1. МЕТОДОЛОГІЧНІ ТА МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ВАЛЮТНИМИ РИЗИКАМИ ЗОВНІШНЬОЕКОНОМІЧНІЙ ДІЯЛЬНОСТІ	10
1.1. Поняття, головні чинники виникнення та види валютних ризиків	10
1.2. Організація та особливості управління валютними ризиками підприємств-учасників зовнішньоекономічної діяльності	22
1.3. Основні методи та інструменти хеджування валютних ризиків	31
Висновки до розділу 1	63
РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ ВАЛЮТНИХ РИЗИКІВ ПІДПРИЄМСТВ- ЕКСПОРТЕРІВ	68
2.1. Особливості організації фінансово-економічної роботи у сфері зовнішньоекономічної діяльності підприємств-експортерів металургійної промисловості	68
2.2. Формування валютної політики підприємства в умовах нестабільного фінансового середовища	91
2.3. Валютно-курсова політика НБУ як фактор цінового впливу на конкурентоспроможність українських експортерів	101
Висновки до розділу 2	115
РОЗДІЛ 3. ВДОСКОНАЛЕННЯ ПРОЦЕСУ УПРАВЛІННЯ ВАЛЮТНИМИ РИЗИКАМИ ПІДПРИЄМСТВ-ЕКСПОРТЕРІВ	120
3.1. Прогнозування валютного курсу як інструмент управління валютними ризиками	120
3.2. Використання валютних деривативів для хеджування валютних ризиків підприємств	133
3.3. Перспективи впровадження контрактних методів управління валютними ризиками	140

— В 829 —



3.4. Використання форфейтингу для хеджування валютних ризиків підприємств-експортерів	147
Висновки до розділу 3	166
ВИСНОВКИ	172
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	186
ДОДАТКИ	202

State Higher Educational Institution
“UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE”

Державний вищий навчальний заклад
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”



ВСТУП

Одним із найбільш актуальних і першочергових завдань для вітчизняних підприємств на сучасному етапі розвитку економіки України є ефективна організація їхньої зовнішньоекономічної діяльності, зокрема, формування валютної політики підприємства, основою якої є управління валютними ризиками, що виникають у результаті коливань валютних курсів.

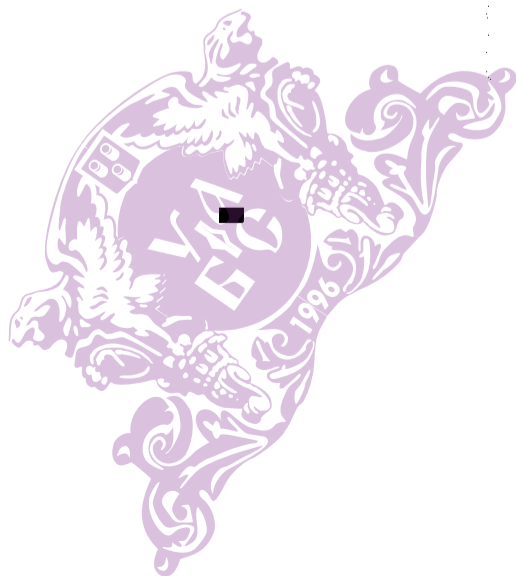
Підприємство, в обороті якого значну частину займають угоди в іноземній валюті, є досить чутливим до валютного ризику. Це означає, що рух коштів підприємства залежить від зміни валютних курсів. Багато фірм, спираючись на різні теорії фінансового менеджменту, намагаються управляти валютними ризиками, інакше кажучи, хеджують себе від коливань валютних курсів. Хеджування припускає, що підприємство займає таку позицію відносно ризику, яка дозволяє елімінувати вплив змін курсу валюти на вартість контракту і визначати майбутні фінансові потоки.

Таким чином, хеджування захищає власника активів і зобов'язань в іноземній валюті від збитків.

Ринковою вартістю підприємства, відповідно до фінансової теорії, є чиста вартість усіх майбутніх фінансових потоків. Очікуваний фінансовий потік з огляду на невизначеність майбутнього не можна спрогнозувати зі 100 %-ною ймовірністю. Якщо передбачувана вартість фінансових потоків залежить від зміни валютного курсу, то компанія, яка займається хеджуванням, скорочує коливання їхньої майбутньої вартості.

На сьогодні важливо не тільки, щоб підприємство мало виробниче зростання, а й уміло управляти вільними на поточний момент коштами, могло вчасно передбачати валютні ризики та правильно їх хеджувати.

Оскільки вітчизняні підприємства порівняно недавно стали досить самостійними на світових ринках, у них ще не вистачає досвіду та кваліфікації у формуванні політики управління валютними ризиками.



Дотепер дане питання детально не розглядалося ні у вітчизняній, ні в західній літературі. Безумовно, існує ряд авторів, які так чи інакше досліджували його, хоча в основному це зводилося до дослідження управління валютними ризиками. Але це лише певна частина основної проблематики. Необхідно вміти не тільки визначати валютні ризики, вимірювати їх і використовувати ту чи іншу стратегію хеджування, а й на практиці активно їх застосовувати в діяльності підприємств. Безпосередньо область дослідження повинна охоплювати питання, пов'язані з наслідками валютних ризиків.

Питаннями у сфері управління валютними ризиками займаються такі відомі вчені-економісти, як: Пол Кругман, Перар Жозет, Сурен Лізелотт, Максимо Енг, Леві Мауріс, Ендрю Крокетт, Морріс Голдстайн, Майкл Мусса, Пол Массон, Джон Вільямсон та інші.

У вітчизняній економічній літературі ці проблеми відображені у працях відомих українських науковців та практиків: Т.А. Важеєвської, А.С. Гальчинського, В.М. Галь, В.М. Гейця, А.А. Грищенко, С.Ю. Михайличенка, В.І. Міщенко, А.М. Мороза, Л.О. Примостки, М.І. Савлука, П.М. Сенища, О.М. Сохацької, В.М. Федосова, В.А. Ющенко, С.О. Яременка та інших.

При всій значущості розробок зазначених авторів і певному рівні опрацювання проблем поки що відсутні комплексні розробки, які б повністю розкрили теоретичні засади та практичні аспекти управління валютними ризиками підприємств-експортерів.

Все вищевикладене обумовило вибір теми дослідження, її актуальність, значимість та практичну спрямованість.

Вибраний напрямок дослідження є складовою науково-дослідницьких тем, над якими працює колектив співробітників Української академії банківської справи Національного банку України: “Стан та перспективи розвитку банківської системи України” (номер державної реєстрації 0190044204) та “Сучасні технології фінансово-банківської діяльності в Україні” (номер державної реєстрації 0102U006965). До звітів за цими



темами включено пропозиції автора щодо застосування контрактних методів управління валютними ризиками та використання валютних деривативів для хеджування валютних ризиків підприємств.

Метою дисертаційної роботи є узагальнення методологічних та методичних засад управління валютними ризиками у зовнішньоекономічній діяльності, проведення аналізу валютних ризиків вітчизняних експортерів, розробка та впровадження науково обґрунтованих пропозицій і практичних рекомендацій щодо організації процесу хеджування валютних ризиків підприємств.

Для досягнення поставленої мети були визначені наступні наукові та практичні задачі:

- дослідити сутність, чинники виникнення та основні види валютних ризиків;
- на основі узагальнення результатів наукових досліджень визначити основні методи та інструменти хеджування валютних ризиків;
- проаналізувати експортну діяльність підприємств металургійної галузі, дослідити основні види фінансових ризиків та визначити ступінь їхнього впливу на діяльність цих підприємств;
- виявити основні проблеми формування валютної політики підприємства в умовах нестабільного фінансового середовища;
- визначити вплив валютно-курсової політики Національного банку України на цінову конкурентоспроможність українських експортерів;
- розглянути основні методи прогнозування валютного курсу як інструмента управління валютними ризиками;
- обґрунтувати можливість та довести ефективність використання деривативів для хеджування валютних ризиків підприємств-експортерів;
- на основі узагальнення зарубіжного досвіду використання форфейтингу для управління валютними ризиками підприємств обґрунтувати перспективи його застосування в Україні.



Об'єктом дослідження дисертаційної роботи є валютні ризики, на які в процесі здійснення зовнішньоекономічної діяльності наражаються вітчизняні підприємства-експортери.

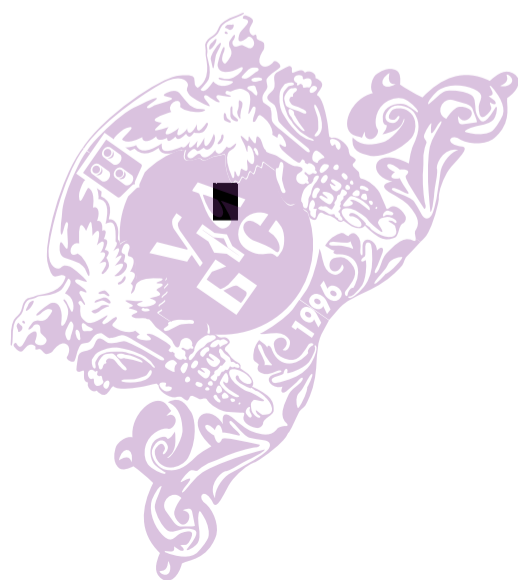
Предметом дослідження є розробка фінансового механізму управління валютними ризиками підприємств-експортерів.

Теоретико-методологічну основу дисертації становить сучасна економічна теорія, синтез класичних та новітніх поглядів на проблему управління валютними ризиками у зовнішньоекономічній діяльності підприємств-експортерів. У процесі написання роботи залежно від конкретних цілей і задач використано відповідні методи аналізу та дослідження економічних процесів: монографічний, статистичного спостереження, порівняльного аналізу динаміки показників, експертних оцінок, економіко-математичного моделювання та інші.

Інформаційною базою дослідження є законодавчі та нормативні акти України, періодичні й монографічні вітчизняні та зарубіжні видання, дані статистичних щорічників, Національного банку України, підприємств металургійної промисловості України.

Наукова новизна отриманих результатів дослідження полягає у наступному:

- поглиблено і конкретизовано економічний зміст категорії “валютний ризик”, визначено чинники його виникнення, систематизовано основні види валютних ризиків;
- розроблено методику оцінки впливу коливань валютних курсів на стан балансу та структуру активів і пасивів підприємства;
- суттєво вдосконалено класифікацію основних методів та інструментів хеджування валютних ризиків, зокрема деталізовано класифікацію валютних деривативів;
- вперше досліджено та проаналізовано вплив фінансових ризиків на діяльність вітчизняних підприємств-експортерів металопродукції;



обґрунтовано механізм формування та реалізації валютної політики підприємства в умовах нестабільного фінансового середовища;
доведено необхідність та визначено основні напрямки узгодження валютно-курсової політики Національного банку України з політикою цінової конкурентоспроможності українських експортерів;
обґрунтовано механізм використання похідних фінансових інструментів для хеджування валютних ризиків підприємств-експортерів.

Практичне значення одержаних результатів дисертаційного дослідження визначається обґрунтованими пропозиціями щодо розробки та впровадження методологічних і методичних засад управління валютними ризиками у зовнішньоекономічній діяльності підприємств-експортерів.

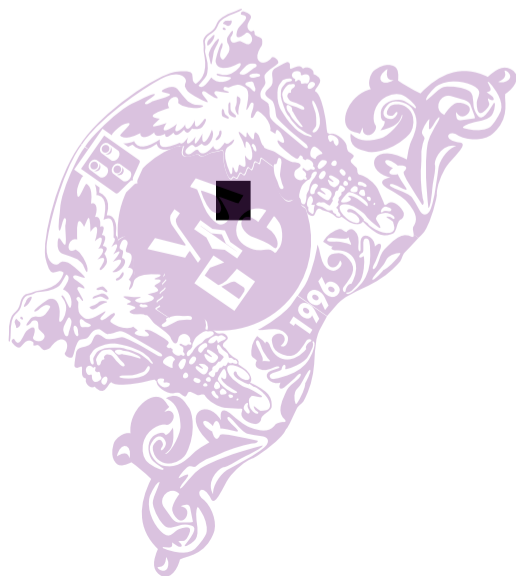
Внесені на основі розгляду та узагальнення зарубіжного досвіду пропозиції щодо можливостей та перспектив використання форфейтингу для управління валютними ризиками у зовнішньоекономічній діяльності можуть бути використані вітчизняними підприємствами-експортерами.

Запропонована автором методика аналізу фінансових ризиків та визначення ступеня їхнього впливу на діяльність підприємств може бути використана українськими експортерами металургійної продукції.

Рекомендації та пропозиції щодо використання строкових валютних код (валютних деривативів) для хеджування валютних ризиків, а також запропоновані методичні підходи до розрахунку їхньої ефективності можуть бути використані у практичній діяльності вітчизняних підприємств-експортерів.

Одержані автором результати наукового дослідження використовуються в процесі викладання в Українській академії банківської справи навчальних дисциплін: “Фінансовий менеджмент”, “Управління фінансовими ризиками”, “Валютне регулювання” та інших.

Наукові результати, що виносяться на захист, одержані дисертантом особисто і знайшли відображення в опублікованих працях.



Особистий внесок здобувача полягає в поглибленні економічного змісту категорії “валютний ризик”, визначенні чинників його виникнення, систематизації основних видів валютних ризиків, розробці методики оцінки впливу коливань валютних курсів на стан балансу та структуру активів і пасивів підприємства, проведенні аналізу впливу фінансових ризиків на діяльність вітчизняних підприємств-експортерів металопродукції, визначенні основних напрямків узгодження валютно-курсової політики Національного банку України з політикою цінової конкурентоспроможності українських експортерів.

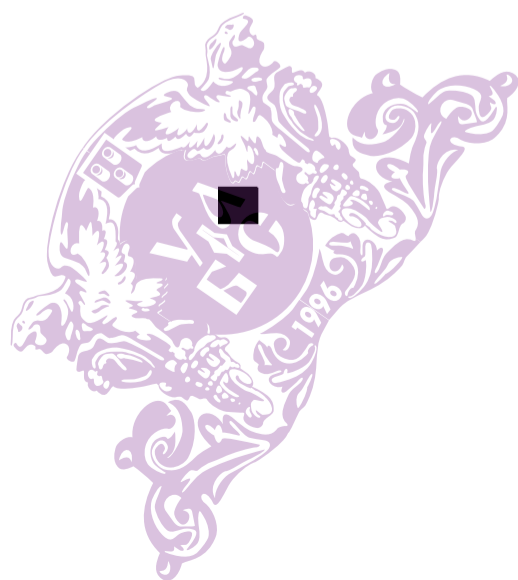
Основні положення і результати виконаного дослідження були прилюднені і отримали схвальну оцінку на конференціях і семінарах. Серед них: Міжнародна наукова конференція “Проблеми трансформації економіки України” (м. Дніпропетровськ, 2000) та Всеукраїнська науково-практична конференція “Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України” (м. Суми, 2000, 2001).

Крім того, результати дослідження доповідалися автором на науково-практичних конференціях та семінарах професорсько-викладацького складу Української академії банківської справи та Краматорського економіко-гуманітарного інституту.

Результати дослідження знайшли відображення в 6 наукових працях, опублікованих у фахових виданнях, загальним обсягом 2,85 д.а., із яких особисто автору належить 2,0 д.а.

Дисертаційна робота складається із вступу, трьох розділів, висновків, списку використаної літератури і додатків.

Повний обсяг дисертації становить 205 сторінок, у т.ч. на 30 сторінках розміщені 19 таблиць, 9 ілюстрацій, 4 додатки і список використаних джерел з 204 найменувань.



РОЗДІЛ 1. МЕТОДОЛОГІЧНІ ТА МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ВАЛЮТНИМИ РИЗИКАМИ У ЗОВНІШНЬОЕКОНОМІЧНІЙ ДІЯЛЬНОСТІ

1.1. Поняття, головні чинники виникнення та види валютних ризиків

Вдосконалення валютного ринку, розвиток його міжбанківського сектора, зростання обсягів експортно-імпортних операцій, розширення на українському ринку діяльності нерезидентів, збільшення обсягів іноземного інвестування досить гостро поставили проблеми підвищення рівня ризику операцій з іноземною валютою. У світовій практиці з метою запобігання валютним ризикам використовується широкий спектр методів і засобів під назвою «хеджування валютних ризиків».

Проблема валютного ризику в економічній теорії та практиці вперше постала наприкінці 70-х років XX століття, після підписання країнами-членами Міжнародного валютного фонду Ямайської (Кінгстонської) угоди (Кінгстон, Ямайка, 1976 р.). У відповідності з основними принципами цієї валютної системи було офіційно проголошено повну демонетизацію золота, скасовано його офіційну ціну і золотий паритет; введено міжнародну розрахункову одиницю SDR (Special Drawing Rights – спеціальні права запозичення), яка мала стати основою визначення обмінних курсів національних валют; і, головне, введено режим вільного курсоутворення на базі «плаваючих» валютних курсів – флоатинг [188].

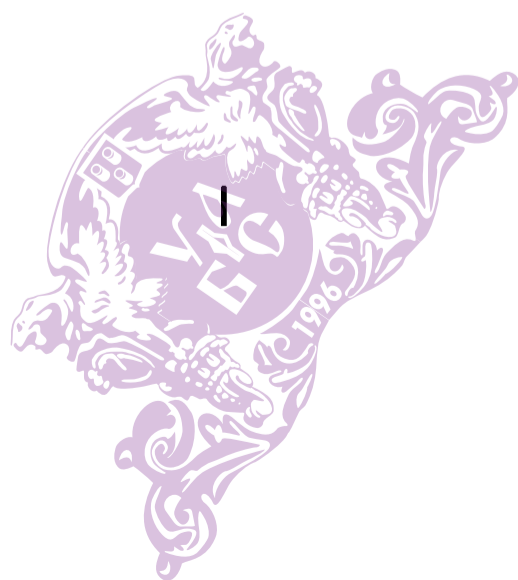
За час існування системи вільного курсоутворення сформовані певні закономірності динаміки валютних курсів, що завдяки впливу на відсоткові ставки, спрямованість експортно-імпортних потоків, конкурентоспроможність товарів на зовнішніх ринках, умови переміщення капіталів тощо призводять до певних економічних наслідків. Головними



закономірностями динаміки валютних курсів, що необхідно брати до уваги за організації управління валютними ризиками, є такі:

1. За відносної стабільності внутрішніх і зовнішніх цін коливання курсу національної валюти відображають зміну відносних цін, тобто зміну конкурентоспроможності товарів. Здешевлення (підвищення курсу) національної валюти призводить до того, що товари, вироблені в даній країні, на зарубіжних ринках будуть дешевшими, а іноземні товари на національному ринку - дорожчими. Це означає, що підвищення курсу національної валюти сприяє збільшенню обсягів експорту і скороченню обсягів імпорту, а зниження курсу (подорожчання) національної валюти, навпаки, сприяє збільшенню обсягів імпорту і скороченню обсягів експорту.
2. Наявність від'ємного сальдо платіжного балансу є відображенням того, що попит на іноземну валюту перевищує пропозицію, а це в свою чергу, призводить до знецінення національної валюти. Позитивне сальдо платіжного балансу, навпаки, характеризує підвищення пропозиції іноземної валюти та сприяє подорожчання національної валюти.
3. Перетікання капіталів із країни в країну залежить від рівня відсоткових ставок та очікуваних змін валютних курсів. Країни, в яких встановлено високі відсоткові ставки й функціонує стабільна грошова одиниця, є привабливішими для іноземного капіталу. Інвестори позбавляються валют, яким загрожує девальвація, і переводять свої капітали у валюти тих країн, де проводиться жорстка грошово-кредитна політика, яка забезпечує високі відсоткові ставки та дорогу національну валюту [187,188].

Найбільшої гостроти проблема валютного ризику набула у 80-90-х рр. минулого сторіччя і залишається актуальною на перспективу. Це, перш за все, пов'язано з різким зростанням обсягів міжнародних торговельних і фінансових операцій, непрогнозованими коливаннями валютних курсів,



зростанням обсягів валютних спекуляцій, що спричиняє різке збільшення залежності кінцевих фінансових результатів діяльності підприємств і фінансово-кредитних установ від валютного ризику.

Валютний ризик – це ймовірність грошових утрат або недоодержання прибутку суб'єктів валютного ринку в порівнянні з запланованими значеннями в результаті несприятливої зміни значення валютного курсу.

З суто економічної точки зору такий ризик є наслідком незбалансованості активів і пасивів щодо кожної з валют за термінами і сумами.

Головним чинником виникнення валютних ризиків є коротко- та довгострокові коливання обмінних курсів, що залежать від попиту й пропозиції валюти на національних і міжнародних валютних ринках. У довгостроковому періоді визначальну роль відіграє загальний економічний стан країни, рівень виробництва, збалансованість основних макроекономічних пропорцій, обсяги зовнішньої торгівлі тощо, а в короткостроковому – збалансованість окремих ринків і загальний стан ринкового й конкурентного середовища. Коливання кількісних показників окремих чинників та їх певне співвідношення відіграють вирішальну роль у змінах валютних курсів, а тому можуть мати суттєвий вплив на характер виникнення і рівень валютного ризику.

Серед довгострокових чинників коливань валютних курсів передусім необхідно виокремити такі:

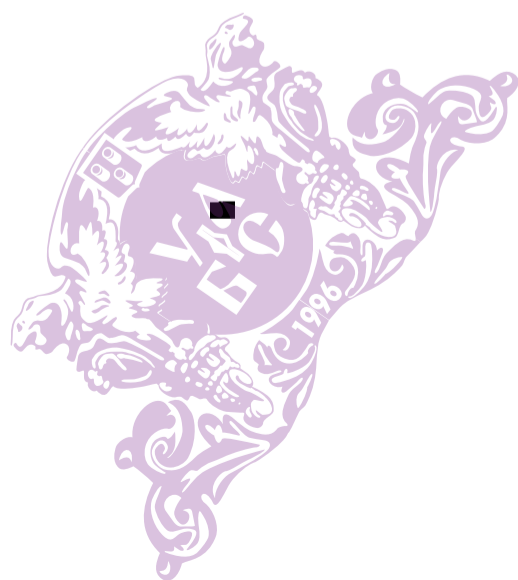
- загальна економічна ситуація в країні;
- політична ситуація;
- рівень відсоткових ставок;
- рівень інфляції;
- стан платіжного балансу;
- система валютного регулювання та валютного контролю та ін.



Короткострокові зміни валютних курсів є наслідком постійних щоденних коливань, зумовлених частою зміною попиту і пропозиції на ту чи ту валюту. Оскільки обсяги зовнішньоекономічних операцій, у тому числі й торговельних, постійно зростають, а світовий валютний ринок функціонує цілодобово, такі тимчасові коливання є неминучими, що стає постійним джерелом валютного ризику. Крім того, підприємства та банки, що працюють на валютному ринку, можуть потерпати і від цілеспрямованих валютних спекуляцій, досвід яких має вже й Україна. Тому визначення характеру і розмірів валютних ризиків і запобігання їм стає однією з досить актуальних проблем здійснення експортно-імпортних операцій та міжнародних фінансових розрахунків [144].

У світовій практиці ризик, пов'язаний з виникненням потенційних збитків, визначають терміном «експозиція». Коли мова йде про певний фінансовий ризик, то кажуть, що підприємство (установа) наражається на експозицію, а відносно валютного ризику вживається термін «валютна експозиція».

З погляду практики виникнення валютного ризику пов'язано зі станом валютної позиції, тобто співвідношенням між вимогами та зобов'язаннями у іноземній валюті. У разі закритої валютної позиції, тобто коли вимоги й зобов'язання збігаються, ризик зведено до мінімуму. Коли ж валютна позиція відкрита, суми вимог і зобов'язань не збігаються, через що й виникає валютний ризик. У такому разі банкові доведеться в майбутньому купувати валюту за новим курсом і продавати за старим. Якщо за відкритої валютної позиції сума валютних зобов'язань банку перевищує суму вимог, то це буде коротка валютна позиція, якщо ж навпаки, – довга. Збитки виникають тоді, коли доводиться відповідно до раніше укладеної угоди продавати валюту за курсом, нижчим від поточного, а купувати (прийняти раніше куплену валюту) за курсом, вищим від нього.



За характером і місцем виникнення валютні ризики поділяють на ризики щодо країни та валютно-курсові ризики, що включають до свого складу операційні (транзакційні), трансляційні (бухгалтерські) та валютно-економічні ризики (рис. 1.1.)

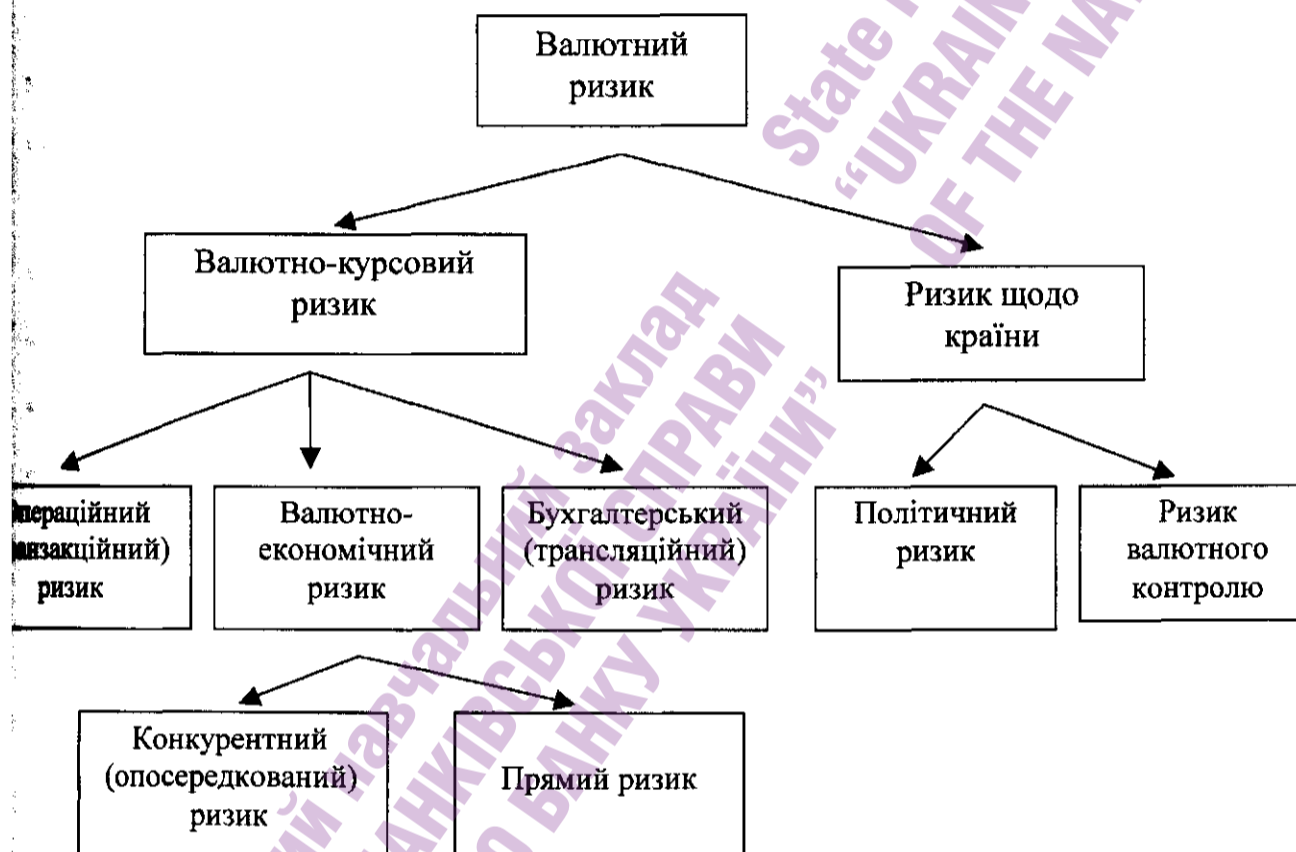


Рис.1.1. Класифікація валютних ризиків

Ризики валютного контролю пов'язані, в першу чергу, з імовірністю заборони здійснення валютних переказів за кордон, тобто з уведенням, так званого, валютного мораторію.

Політичні ризики характеризують нестабільність політичного середовища в країні, наприклад частоту зміни Уряду.

Ризики валютного контролю і політичні ризики об'єднуються в групу ризиків щодо країни або суверенних ризиків. Ці ризики у своєму крайньому прояві пов'язані з повною експропріацією активів нерезидентів у даній країні.



Тому при ухваленні інвестиційного рішення оцінюється імовірність такого сценарію розвитку подій. Якщо ця імовірність велика, то керівництво фірми може прийняти рішення не реалізовувати проекти в даній державі. Фінансовий менеджер у цьому випадку повинен надати керівництву компанії прогностні оцінки величини подібного ризику.

Достатньо широкі можливості в міжнародного фінансового менеджера маються з приводу прийняття рішень відносно хеджування валютно-курсних ризиків, які ми розглянемо далі більш докладно.

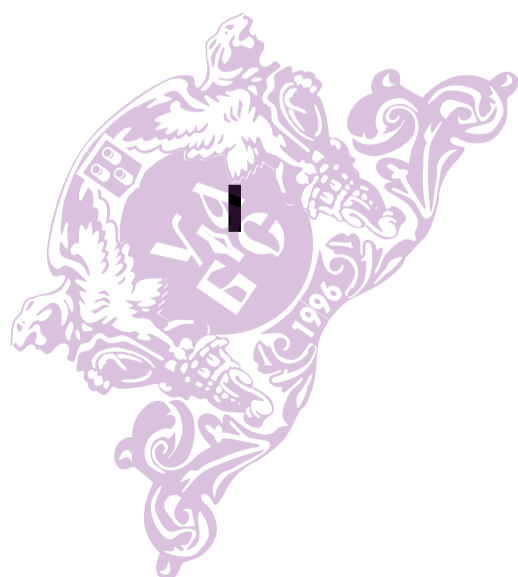
Як уже зазначалося вище за характером і місцем виникнення валютно-курсні ризики поділяють на:

- операційні (транзакційні);
- трансляційні (бухгалтерські);
- валютно-економічні [24].

Операційний ризик пов'язаний, в першу чергу, з торговельними операціями, а також із грошовими угодами з фінансового інвестування та дивідендних платежів. Цей ризик може виникати під час укладення угод на здійснення платежів або на отримання коштів в іноземній валюті в майбутньому.

Наприклад, англійська компанія А підписала угоду на придбання устаткування для металургійного комбінату з німецькою фірмою В на загальну суму EUR 3,5 млн. На час підписання угоди поточне значення валютного курсу купівлі GBP/EUR становило 1,60 євро за один фунт стерлінгів. Термін поставки обладнання – 3 місяці.

Якщо через три місяці на момент розрахунку за контрактом спот-курс знизиться і становитиме EUR 1,50 за 1 GBP, то англійському імпортеру для купівлі євро доведеться сплатити GBP 2,333 млн. (3,5:1,5) замість GBP 2,188 млн. (3,5:1,6), тобто вона може зазнати збитків у розмірі GBP 145 тис. Якщо ж обмінний курс підвищиться до 1,70, англійській фірмі необхідно буде



оплатити лише GBP 2,059 млн., тобто вона зможе отримати прибуток сумою GBP 129 тис.

Подібна ситуація операційного валютного ризику може виникнути і при здійсненні експортних операцій. Збиток у даному випадку буде результатом зниження валютного курсу.

Трансляційний (бухгалтерський) ризик пов'язаний з переоцінюванням активів і пасивів та прибутків закордонних філій (дочірніх підприємств) в національну валюту материнської компанії, а також може виникати за експорту чи імпорту інвестицій. Він впливає на показники балансу, що зображають звіт про одержані прибутки та збитки після перерахунків сум інвестицій у національну грошову одиницю. Врахувати трансляційний ризик можна під час складання бухгалтерської та фінансової звітності. На відміну від операційного, трансляційний ризик не пов'язаний з грошовими потоками та розмірами сплачуваних сум. Ризик збитків чи зменшення прибутків виникає за складання консолідованих звітів міжнаціональних корпорацій та їхніх іноземних дочірніх компаній чи філій.

За складання консолідованого звіту про активи, пасиви і розмір прибутків відповідні показники балансів дочірніх компаній, розраховані в окремих національних валютах, перетворюються на провідну валюту консолідованого балансу за місцем розташування материнської компанії.

Найбільш показовим прикладом, що ілюструє виникнення трансляційної валютної експозиції, є переведення чистих інвестицій іноземної дочірньої компанії до материнської. Під такими інвестиціями розуміють балансову вартість засобів материнської компанії та різницю між загальними активами дочірньої компанії та її зовнішніми зобов'язаннями (зобов'язаннями дочірньої компанії іншим фірмам, окрім материнської, та інших компаній групи). Вартість чистих інвестицій, перерахована в національну грошову одиницю країни розташування материнської компанії, збільшується або зменшується відповідно до зміни курсів валют.



Наприклад, у німецької фірми є дочірня компанія в Україні, чисті активи якої на 01.01.2000 р. становили UAH 20 млн. Офіційний валютний курс EUR/UAH, встановлений Національним банком України, на 1 січня 1999 р. дорівнював – 3,9985, а на 31 грудня цього ж року – 5,2403. Таким чином, чисті інвестиції на 01.01.1999 р. становили EUR 5001876, а на кінець 1999 р. – EUR 3816575, тобто збитки на трансляцію дорівнювали EUR 1185301 (5001876 - 3816575).

У наведеному прикладі сума чистих інвестицій залишається незмінною – 20 млн. грн., але їхня реальна вартість через підвищення валютного курсу зменшується, тому бухгалтерський збиток (збиток на трансляцію) становитиме EUR 1185301.

Економічний валютний ризик пов'язаний з можливістю втрати доходів за майбутніми контрактами через зміну загального економічного стану як країн-партнерів, так і країни, де розташована компанія. Насамперед, він обумовлений необхідністю здійснення постійних розрахунків за експортними та імпорнтними операціями, інтенсивність яких, у свою чергу, може залежати від коливань валютних курсів.

Економічний валютний ризик підрозділяють на два основні види:

- прями, коли передбачається зменшення прибутку за майбутніми операціями внаслідок зміни обмінного курсу валют;
- опосередкований (конкурентний), пов'язаний з утратою певної частини конкурентоздатності вітчизняних товаровиробників порівняно з іноземними.

Головним чинником виникнення прямого економічного валютного ризику є майбутні експортно-імпорнтні угоди або валютні операції. Після підписання угоди (укладення контракту) і до настання терміну сплати за угодою економічний валютний ризик трансформується в операційний.

Опосередкований ризик характеризує можливість виникнення збитків, пов'язаних зі зниженням конкурентоздатності компанії в порівнянні з



роземними товаровиробниками та експортерами у зв'язку зі зміною валютних курсів, високою валютною собівартістю та відносно низькими цінами на виготовлену продукцію.

Наприклад, на певному ринку домінують два виробники компресорного устаткування: український і російський. Продукція українського експортується, а тому оцінюється в доларах США. Якщо зміни валютного курсу долара до гривні та до російського рубля будуть пропорційно однаковими, то конкурентоспроможність товаровиробників залишиться відносно стабільною: з підвищенням курсу долара водночас і до гривні, і до російського рубля конкурентоздатність товарів на світових ринках підвищується, і це буде вигідно обом країнам. У разі ж зниження обмінного курсу конкурентоздатність товарів двох країн між собою залишиться відносно незмінною, але доходи від продажу, виражені в доларах США, зменшаться.

Якщо ж курс гривні підвищиться на більший відсоток, ніж курс російського рубля, конкурентні цінові переваги будуть на боці українського експортера; якщо навпаки – то на боці російського. У нашому прикладі підвищення чи зниження цінової конкурентоздатності товаровиробників залежатиме, крім змін курсу долара, ще й від зміни курсового співвідношення між гривнею та російським рублем. У разі підвищення курсу гривні відносно російського рубля цінові переваги будуть на боці російського експортера компресорного обладнання, в разі зниження – навпаки [189].

Наприклад, одиниця обладнання коштує 1000 доларів США. Курс долара США до гривні становить 5,30, долара до російського рубля – 31,50, рубля до гривні – 0,1670. У разі підвищення курсу цих валют до долара США (їхньої девальвації) на 5% ці показники становитимуть відповідно 5,565 грн. і 33,075 руб. за 1 американський долар, а відносна вартість одиниці обладнання підвищиться і становитиме 1050 доларів США. У разі зниження валютних курсів (тобто ревальвації гривні та рубля) на 5% відносна вартість



одиниці обладнання знизиться до 952,38 доларів США. Якщо за тих же умов курс російського рубля до гривні підвищиться і складе 0,1720 замість 0,1670 грн. за 1 рос. руб., вартість обладнання для російського експортера залишиться 1000 американських доларів, а для українського становитиме 1029,94 доларів США, тобто цінова конкурентоздатність українського експортера у порівнянні з російським знизиться.

Визначаючи валютні ризики та розробляючи заходи щодо їх запобігання, необхідно чітко уявляти можливі наслідки кожного виду валютної експозиції.

Операційний валютний ризик може спричинити зменшення чистого притоку грошових коштів, прибутків і доходів на одну акцію, а також призвести до скорочення ринків збуту.

Виникнення економічного валютного ризику призводить до зниження конкурентоздатності експортерів на зовнішніх ринках, до зниження рівня рентабельності продукції та прибутковості підприємств.

Трансляційний ризик може призвести до зменшення вартості іноземних активів (або до збільшення вартості пасивів) в іноземній валюті, що стане причиною зниження загальної вартості підприємства (статутного капіталу), а також зниження курсової вартості акцій та їхньої прибутковості.

Основою запобігання трансляційним ризикам є вибір валютного курсу, за яким здійснюється трансляція, – за поточним (на дату розрахунку) чи історичним (на дату здійснення операції). З огляду на це можуть бути використані кілька методів перерахунку балансу:

- всі поточні операції здійснюються за поточним курсом, а довгострокові – за історичним;
- фінансові операції обліковуються за поточним курсом, а товарні – за історичним;
- усі валютні операції здійснюються за одним курсом.



Перевага тому чи іншому методу перерахунку балансу надається залежно від конкретних умов, обсягів операцій та перспектив коливань валютних курсів [172].

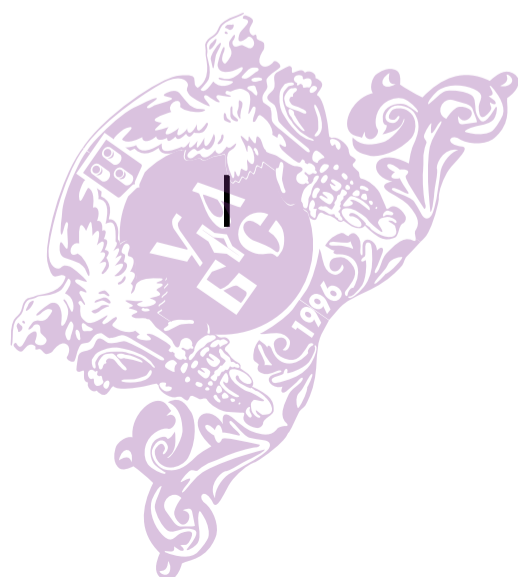
Основою управління валютним ризиком є чітке визначення його кількісних характеристик, що дає змогу банкам і корпораціям застосовувати селективне управління, тобто хеджувати тільки неприйнятний валютний ризик – ризик, імовірність настання якого є дуже високою. Це пов'язане з тим, що на практиці валютний ризик існує за будь-якої валютної операції, але не всі вони призводять до збитків, тим більше в обсягах, загрозливих для існування підприємства чи банку. Найчастіше за чіткої організації фінансової роботи майбутні збитки можна звести до мінімуму або ж перекрити незначні суми збитків відповідними прибутками.

Основними елементами оцінки операційного ризику є визначення:

- виду іноземної валюти, за якою проводяться розрахунки;
- суми валют;
- тривалості періоду валютного ризику;
- виду валютних розрахунків (платежі/виручка).

Вибір валюти для здійснення розрахунків можна розглядати як своєрідний метод страхування ризику. Оптимальним було б використання національної грошової одиниці, оскільки при цьому валютний ризик практично відсутній. Але на практиці ця проблема вирішується по-різному. Так, наприклад, у США 98% експорту і 85% імпорту оцінюються в доларах США. В Англії у фунтах стерлінгів розрахунки ведуться тільки за 76% експорту і 30% імпорту, а в Японії в єнах оцінюється лише 29% експорту і 3% імпорту. У країнах-членах ЄС навіть серед дрібних підприємців і приватних осіб найпоширенішими є розрахунки в євро.

Загальним правилом вибору валюти розрахунків є орієнтація експортерів на сильну валюту, тобто таку, купівельна спроможність якої відносно національної грошової одиниці підвищується, а імпортерів – на



злабку валюти, купівельна спроможність якої має тенденцію до зниження [54].

Період операційного ризику охоплює проміжок часу між укладенням угоди та оплатою контракту, а тому в чисельному виразі ризик буде тим меншим, чим стійкішу валюту вибрано для розрахунків, чим коротший цей період і чим менша сума угоди.

В економічній практиці окремі види валютного ризику дуже часто переплітаються між собою, а тому загальну суму ризику можна визначити лише тоді, коли складається підсумковий баланс, тобто як бухгалтерський ризик.

Наприклад, активи американського дочірнього підприємства німецької корпорації на 01.01.2002 р. становили 5 млн. доларів США. На кінець року річний чистий прибуток дорівнював 600 тисяч доларів.

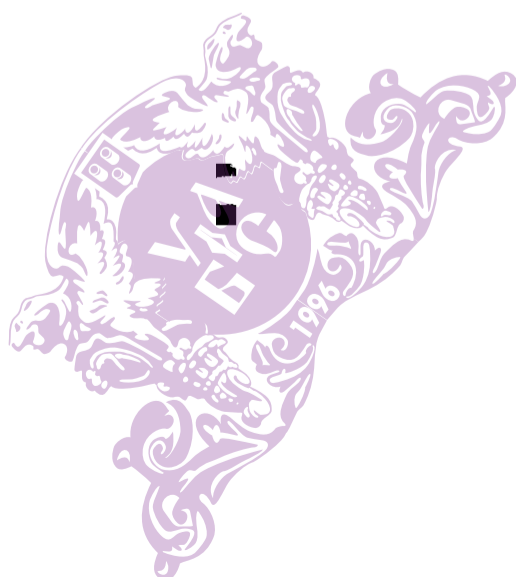
Обмінні курси валют EUR/USD упродовж року були наступними: на 01.01.2002 р. – 0,9450, на 31.12.2002 – 0,9950, а середньорічний – 0,96.

Відповідно до наведених даних зміни в підсумковому балансі на кінець року будуть такими (табл. 1.1).

Таблиця 1.1

Підсумковий річний баланс американського дочірнього підприємства німецької компанії

Показники балансу	у доларах США	у євро
Активи на початок року	5000000	5291005
Прибуток	600000	625000
Активи на кінець року	5600000	5628141
Зміна активів	+ 600000	+ 337136



1.2. Організація та особливості управління валютними ризиками підприємств-учасників зовнішньоекономічної діяльності

Підприємство, в обороті якого значну частину займають угоди в іноземній валюті, є досить чутливим до валютного ризику. Це означає, що рух коштів компанії залежить від зміни валютних курсів. Багато фірм, спираючись на різні теорії фінансового менеджменту, намагаються управляти валютними ризиками, інакше кажучи, страхують (хеджують) себе від коливань валютних курсів. Хеджування припускає, що підприємство займає таку позицію відносно ризику, що дозволяє елімінувати вплив змін курсу валюти на вартість контракту і визначити майбутні фінансові потоки. Таким чином, хеджування захищає власника активів і зобов'язань в іноземній валюті від збитків. Але це не є відповіддю на запитання, що виграє фірма від хеджування.

Ринковою вартістю підприємства, відповідно до фінансової теорії, є чиста вартість усіх майбутніх фінансових потоків. Очікуваний фінансовий потік у силу невизначеності майбутнього не можна спрогнозувати з 100% ймовірністю. Якщо передбачувана вартість фінансового потоку залежить від зміни валютного курсу, то компанія, що займається хеджуванням, скорочує коливання їхньої майбутньої вартості. Таким чином, валютний ризик можна визначити як відхилення величини очікуваного надходження коштів, яке викликане коливаннями валютного курсу [21,22].

Управління валютним ризиком передбачає проведення його детального аналізу, оцінку можливих наслідків та вибір відповідних методів страхування. Оцінка ризику передбачає визначення тривалості періоду ризику, суми коштів, що знаходяться під ризиком, та обсягу збитків за відповідними зобов'язаннями, що можуть виникнути в майбутньому. Тому передбачення валютних ризиків посідає чільне місце у стратегії планування діяльності



приємства чи фінансово-кредитної установи і є запорукою підвищення активності їхньої основної діяльності.

Управління валютним ризиком базується на виборі відповідної стратегії менеджменту ризику, що містить у собі такі основні елементи:

використання всіх можливих засобів уникнення ризику, який призводить до значних збитків;

контроль ризику та мінімізація сум імовірних збитків, якщо немає можливості уникнути його повністю;

страхування валютного ризику в разі неможливості його уникнення.

Як уже зазначалося, у світовій практиці страхування валютних ризиків називають хеджуванням (hedging). Головна мета використання відповідних методів хеджування полягає в тому, щоб здійснити валютно-обмінні операції одночасно – ще до того як відбудеться небажана зміна курсів, або ж компенсувати збитки від такої зміни за рахунок паралельних операцій з валютою, курс якої змінюється в протилежному напрямку [46].

Хеджування зменшує валютний ризик. Однак зменшення ризику не означає збільшення вартості чи зростання рентабельності компанії. Тому виникає питання: «Чи є зменшення грошових потоків достатньою причиною для того, щоб займатися управлінням валютними ризиками?»

Існує досить багато аргументів “за” та “проти” хеджування валютного ризику.

Аргументи “за” хеджування валютного ризику:

Зменшення валютного ризику призводить до передбачуваності майбутніх грошових потоків і, отже, сприяє ефективності фінансового планування компанії.

Хеджування валютного ризику сприяє тому, що чисті надходження компанії не впадуть нижче визначеного мінімального рівня. Фірма повинна планувати рух коштів таким чином, щоб на визначену дату їх вистачало і на поточну діяльність, і на виплату боргів. Виходячи з цього



формується мінімально необхідна потреба в коштах, падіння нижче цього рівня є небажаним для компанії.

Фінансові менеджери завжди мають у своєму розпорядженні значно більший обсяг інформації про фінансове положення справ, рівень ризику і норми прибутку, ніж акціонери та інші інвестори.

Ринок у силу своєї структурної й інституціональної недосконалості частіше буває розбалансованим, ніж збалансованим. Менеджери мають необхідну інформацію про те, які переваги і незручності створює такий стан ринку для компанії.

Аргументи “проти” хеджування валютного ризику наступні:

Інвестори, вкладаючи гроші в ту чи іншу компанію, повинні уявляти з якими ризиками ця фірма може мати справу і, отже, чи згодні вони нести ці ризики. Тому страхуватися від втрат повинні самі акціонери за допомогою диверсифікації портфеля своїх інвестицій.

Хеджування ризиків не збільшує ринкової вартості компанії, а навпаки, залучаючи грошові ресурси в процес страхування, менеджер сприяє зменшенню цієї вартості.

Фінансовий менеджмент ризику досить часто проводиться за рахунок акціонерів. Якщо компанія має за мету максимізацію доходів акціонерів, то хеджування не завжди дозволяє цього досягти.

- Менеджери не можуть із 100 % гарантією передбачати зміну ринкової рівноваги. Якщо ринок знаходиться в стані рівноваги, то очікувана поточна чиста вартість хеджування дорівнює нулю.
- Витрати на хеджування включаються в собівартість продукції.

Таким чином, проблема валютного ризику повинна оцінюватися на рівні загального фінансового менеджменту. Тому приймати рішення про хеджування валютних ризиків потрібно тільки в рамках загальної стратегії управління ризиками, виходячи зі ступеня участі компанії в міжнародній торгівлі [58].



У цілому валютний ризик повинен бути ідентифікований та оцінений; необхідно визначити ступінь його впливу на фінансові результати діяльності компанії. Лише після цього можна з'ясувати питання про те, чи необхідно страхувати компанію від негативних впливів коливань курсів і яким чином це зробити (рис. 1.2).

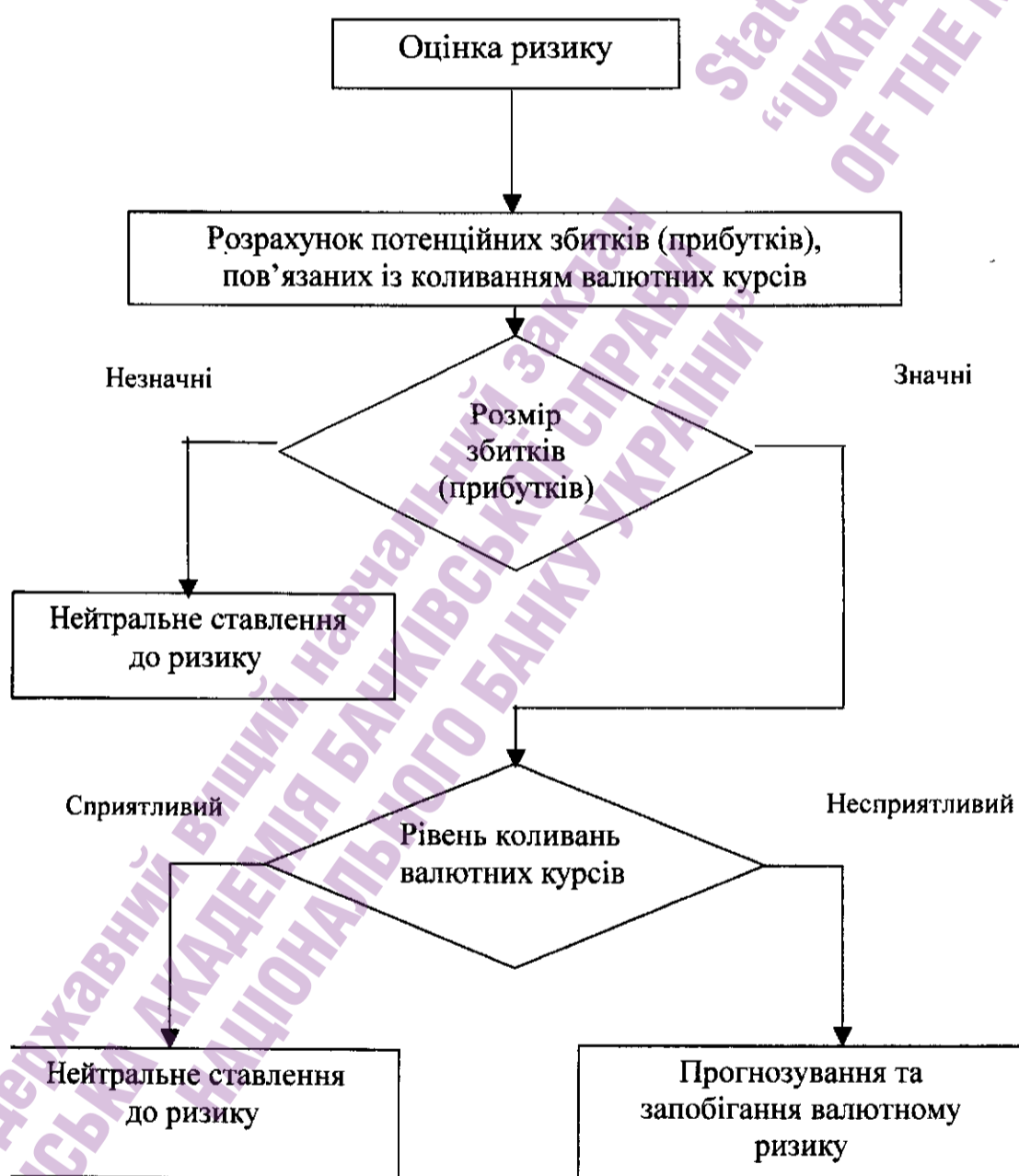


Рис. 1.2. Блок-схема оцінки валютного ризику



На сьогодні існує ціла низка досить ефективних методів страхування валютних ризиків, що можуть бути використані різними суб'єктами валютного ринку залежно від конкретних умов і завдань їхньої діяльності. Цими методами розуміють певні фінансові операції, що дозволяють повністю або частково уникнути ризику збитків, що виникають через зміну валютних курсів, або ж отримати прибуток, джерелом якого є ця зміна. З точки зору проведення відповідних операцій сутність страхування як фінансово-бухгалтерського методу полягає в тому, щоб уникнути двох видів відкритих позицій в іноземній валюті, – довгих, тобто володіння довгостроковими активами в іноземній валюті, і коротких, тобто володіння іноземною валютою в значно більших обсягах, ніж це необхідно для вирішення короткострокових завдань, пов'язаних із відповідним видом діяльності. За умови уникнення цих відкритих позицій зміна валютних курсів не призведе до суттєвих змін вартості власного капіталу.

Співвідношення довгої та короткої валютних позицій має особливе значення для управління валютними ризиками комерційних банків, а тому з метою зменшення валютних ризиків центральні банки можуть вводити і вводять нормативи відкритої валютної позиції комерційних банків [191,202].

Так, наприклад, згідно з «Лондонським кодексом поведінки», виданим у 1990 р. Банком Англії (Bank of England) і Асоціацією британських банкірів (BBA), для британських банків, які здійснюють операції з валютою, ліміт відкритої валютної позиції не встановлюється, а розраховується показник загальної суми коштів банку (достатність капіталу банку для проведення валютних операцій), яку необхідно зарезервувати для покриття можливих ризиків під час проведення всіх видів валютних операцій.

Що стосується російських комерційних банків, то Центральний банк Росії встановлює ліміт відкритої валютної позиції залежно від загальної суми власних коштів банку у вигляді абсолютної суми ліміту.

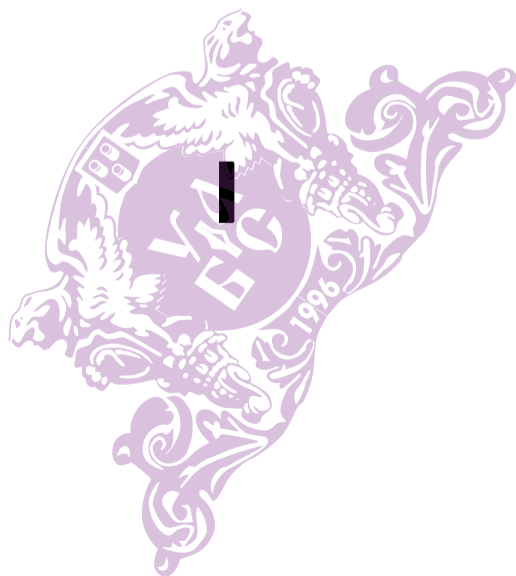


Західні компанії вже давно оцінили важливість уміння оцінювати ризик валютного ризику і управляти ним. У будь-якій крупній іноземній компанії є менеджер з хеджування валютного ризику. Більш того, управління валютним ризиком є невід'ємною частиною стратегічної діяльності компанії, в організаційній структурі кожної фірми існує підрозділ, який систематично займається аналізом валютного ризику та розробляє механізми з його хеджування.

Посилення валютної нестабільності світової фінансової системи при переході системи плаваючих валютних курсів після підписання країнами-членами Міжнародного валютного фонду Ямайської угоди надало особливої актуальності питанням централізації управління валютним ризиком на рівні всієї корпорації, або холдінгу.

Так французька автомобільна компанія "Пежо" ще в 1981 р. створила спеціалізовану фірму, що займається управлінням валютними ризиками всієї компанії і здійснює її грошово-валютні операції. Щодо кожної з іноземних валют, за якими ведуться розрахунки, виявляється непокрита (чиста) позиція під ризиком, яка страхується в той чи той спосіб. Взаємний залік ризиків з активу й пасиву, що його називають метчингом (matching), у такому разі стає найефективнішим методом обліку та оцінки валютних ризиків. Поряд із методом взаємного заліку в межах цієї корпорації використовується й метод неттинг (netting), сутність якого полягає в скороченні кількості валютних потоків, їх побільшенню та узгодженню дій усіх підрозділів. Цей метод також можна розглядати як форму централізації управління валютним ризиком, що дозволяє зменшити операційні витрати, знизити рівень ризику та відповідальність дочірніх компаній [21].

Вітчизняні підприємства, що не мають достатнього досвіду роботи на зовнішньому ринку, досить часто тільки на своїх помилках починають розуміти важливість урахування у повсякденній діяльності, тим більше, у перспективі динаміки валютного курсу. Необхідно чітко уявляти те, що



конкурентоздатність компанії на світовому ринку потребує від неї якісно нового підходу до фінансового аналізу діяльності, змушуючи приймати міжнародні стандарти і правила гри. Тому фінансовий менеджер будь-якої компанії рано чи пізно зіткнеться з проблемою хеджування фінансових ризиків, у тому числі і валютних. Деякі українські компанії вже активно розглядають це питання.

Але, в цілому, в Україні проблемам управління валютними ризиками не приділяється належної уваги. Це обумовлено наступними обставинами.

По-перше, керівники багатьох компаній не мають достатніх знань та досвіду хеджування валютних ризиків. Фінансовий менеджмент здійснюється на вкрай низькому рівні, не існує ніякого довгострокового планування руху коштів. Страхування ж валютних ризиків доцільно проводити тільки за умови точної постановки мети. Фірма може проводити хеджування в рамках загальної фінансової стратегії, спрямованої на зниження витрат і собівартості продукції, аналіз майбутніх фінансових потоків. Або, навпаки, компанія намагається за допомогою різних фінансових інструментів (деривативів) одержати прибуток за рахунок коливання валютних курсів чи скоротити можливі збитки від курсових змін.

У першому випадку перед компанією стоїть завдання управління всіма видами валютних ризиків, а в другому – пошук можливості спекулювання на різниці курсів із одночасним захистом від впливу транзакційного ризику.

По-друге, велика кількість вітчизняних компаній страхується від валютних ризиків без належного аналізу ситуації, розрахунку вартості альтернативних методів хеджування тощо.

По-третє, ринок строкових контрактів (в першу чергу ф'ючерсів і опціонів) в Україні після серпневої кризи 1998 р. практично перестав функціонувати і, як наслідок, інструменти цього ринку на сьогодні не можуть використовуватися для хеджування валютного ризику. Крім того, Постановою Правління НБУ "Зміни до правил здійснення операцій на



“Інтербанківському валютному ринку України” від 17.11.2000 № 452
...забороняється проведення операцій на умовах “форвард” а також операцій
валютними деривативами (ф’ючерс, опціон тощо) на внутрішньому
валютному ринку України”.

По-четверте, динаміка валютного курсу в Україні залежить від цілого
ряду кон’юктурних факторів, які практично неможливо передбачити. Будь-
яка постанова Уряду чи Національного банку України може змінити існуючу
тенденцію зміни валютного курсу на протилежну.

Крім того, у більшості вітчизняних компаній, на жаль, проблемі
управління валютними ризиками або приділяється недостатньо уваги, або
она зовсім ігнорується. Тому важливо визначити коло завдань, що
в’яляються на початковому етапі страхування валютних ризиків. Серед них
відзначимо наступні:

1. Оцінка необхідності управління валютними ризиками. Вирішення
питання про необхідність хеджування валютних ризиків, а саме
страхування від курсових втрат цілком залежить від позиції компанії.
Треба знати всі аргументи, щоб чітко уявляти, наскільки компанія має
потребу в хеджуванні.
2. Визначення кола проблем, пов’язаних із прогнозуванням динаміки
валютного курсу. Хеджування валютного ризику починається з його
ідентифікації й оцінки (наскільки зміняться майбутні фінансові потоки
компанії в залежності від зміни курсу валюти). Фінансовий менеджер
повинен володіти методиками прогнозування змін обмінного курсу.
3. Розгляд мети хеджування. Мета хеджування залежить від загальної
фінансової стратегії компанії і того кола завдань, що стоїть перед
менеджером при ухваленні рішення про страхування. Компанія може
прагнути управляти валютними ризиками з метою довгострокового
планування своїх фінансових потоків, або з метою одержання
максимального прибутку (зменшення збитків) від передбачуваної зміни



валютного курсу. Кожна компанія вирішує для себе дане питання самостійно. Однак відсутність належного фінансового менеджменту обмежує можливості компаній у використанні коливання валютного курсу на свою користь.

4. Вибір методів хеджування – порівняння альтернатив. Кожний метод хеджування має вартість, тобто його реалізація пов'язана з певними витратами. Вони визначаються не тільки як реальні витрати, але і як збитки через втрачені можливості. Необхідно оцінити майбутню вартість витрат з хеджування. Це необхідно для порівняння альтернатив страхування валютного ризику. Проводячи аналітичну роботу, фінансовий менеджер порівнює не тільки вартість альтернативних методів хеджування, але і вигідність їхнього використання для компанії. Деякі варіанти хеджування дозволяють зафіксувати валютний курс на визначеному рівні, інші дозволяють застрахуватися від несприятливого руху курсу, але не позбавляють компанію можливості одержати дохід при сприятливому розвитку подій. У цілому вибір механізму хеджування залежить від комплексу факторів, які менеджер повинен уміти розпізнати та проаналізувати.
5. Розробка оптимальної стратегії хеджування. Розробка стратегії – заключний етап аналізу валютного ризику і методів хеджування. Фінансовий менеджер має всю достатню інформацію для вирішення питання про хеджування. Знаючи мету хеджування, прогноз динаміки валютного курсу, альтернативи хеджування та їхню вартість менеджер розробляє оптимальну стратегію страхування валютного ризику [58].

Останнім часом у вітчизняній економічній літературі широко обговорювалася проблема забезпечення державного страхування окремих видів валютних ризиків, зокрема іноземних кредитів під гарантію Уряду гощо. Але практично це питання ще далеке від вирішення, хоча широко відомий досвід інших країн, які запровадили державні програми страхування



валютних ризиків експортерів. Як правило, під державне страхування підпадають тільки експортні валютні кредити терміном понад 2 роки, тобто в перші два роки валютні ризики експортерів державою не страхуються. Так, у Японії, Німеччині, Бельгії та деяких країнах страхуються лише збитки, що виникають внаслідок коливань валютних курсів понад 3% (у Франції - 2,25%). Якщо експортер зазнає збитків, то частина їх суми відшкодовується державою. Коли ж унаслідок коливань валютних курсів понад установлений відсоток експортер одержує прибуток, то відповідна його частина перераховується державі.

Через недостатню розвиненість фінансово-кредитної та банківської систем, відсутність ринкової інфраструктури, недосконалість вітчизняного законодавства для українських підприємців та банків спектр методів страхування поки що обмежений, і головними серед них є: правильний вибір валюти розрахунків, регулювання валютної позиції, валютні застереження, конверсійні та арбітражні операції. Але слід зазначити, що з плином часу коло використовуваних методів розширюється.

1.3. Основні методи та інструменти хеджування валютних ризиків

У світовій теорії існує досить велика кількість різних методів хеджування валютних ризиків, основними серед яких можна назвати:

- структурне збалансування активів, пасивів, кредиторської та дебіторської заборгованості;
- зміна термінів здійснення платежів (стратегія "leads and lags");
- кредитування та інвестування в іноземній валюті;
- реструктуризація валютної заборгованості.
- паралельні позички;
- лізинг;
- дисконтування вимог в іноземній валюті (форфетування);



- здійснення платежів за допомогою зростаючої валюти;
- валютні форвардні угоди;
- операції «своп»;
- опціонні угоди;
- ф'ючерсні контракти;
- самострахування та інші.

В економічній практиці вказані методи досить часто переплітаються між собою, а окремі фінансово-кредитні установи використовують, як правило, не один, а водночас кілька методів. При цьому деякі стратегії використовуються переважно за короткострокового страхування, а інші – за довгострокового [189].

Одним з найбільш розповсюджених методів страхування валютних ризиків, які використовуються не лише зарубіжними, але й вітчизняними підприємствами, є так звані контрактні методи. Найбільш відомим з них є вибір валюти ціни і валюти платежу у зовнішньоторговельному контракті.

При укладанні зовнішньоекономічного контракту експортер вибирає валюту ціни, що захищає його від можливих валютних ризиків, або в текст контракту включається додаткова умова, що передбачає захист контрагентів від зміни валютного курсу. Ця додаткова умова зветься «валютне застереження».

Валютне застереження – умова в міжнародній торговельній, кредитній або іншій угоді, що обумовлює перегляд суми платежу пропорційно до зміни курсу валюти застереження з метою страхування сторін за контрактом від ризику зміни валютного курсу.

У багатьох зовнішньоекономічних контрактах контрагентами обумовлюється валюта ціни і валюта платежу.

Валюта ціни – це валюта, у якій фіксується вартість товару, послуги, що є об'єктом контракту.

Валюта платежу – валюта, у якій передбачається оплата товару або



послуги за зовнішньоекономічним контрактом.

Валюта ціни і платежу можуть як співпадати, так і не співпадати. Багато в чому це визначається видом товару (послуги) і міжнародними торговельними порядками. У випадку застосування валютного застереження в контракт уводиться нова валюта – валюта застереження. При цьому валюта платежу ставиться в залежність від більш стійкої валюти – валюти застереження.

Експортер зазвичай прагне встановити валюту ціни контракту в «сильній валюті», тобто у валюті, що має тенденцію до ревальвації протягом терміну дії контракту. Імпортер, навпаки, зацікавлений у встановленні «слабкої» валюти ціни. Тоді в момент оплати за контрактом йому доведеться платити меншу суму у своїй валюті, чим передбачалося. Таким чином, вдало обрана валюта ціни дозволяє не лише уникнути втрат, пов'язаних з коливаннями валютних курсів, але й одержати певний прибуток.

Таким чином, вибір валюти ціни – це своєрідний метод хеджування валютного ризику. Однак він має ряд недоліків.

По-перше, очікування зміни валютного курсу можуть не виправдатися, тобто невірно буде оцінений напрямок зміни валютного курсу (зростання чи падіння), або невірно буде оцінена динаміка руху валютного курсу, розміри його коливань.

По-друге, при укладенні контракту не завжди існує можливість вибрати найзручнішу валюту ціни, тому що іноді міжнародні торговельні порядки вимагають укладання контракту у валюті, що в цілому може не влаштовувати ні експортера, ні імпортера. Так, наприклад, ціни на нафту прийнято встановлювати в доларах США.

Другим контрактним методом страхування валютного виручки від валютного ризику є включення у контракт положення про перегляд суми контракту у випадку різкого коливання курсу перерахування валюти ціни у валюту платежу – валютного застереження.



Валютне застереження є різновидом захисних застережень і особливо часто використовуються у контрактах на постачання обладнання протягом значного періоду часу. Захисні застереження – договірні умови, що включаються в угоди та контракти, що передбачають можливість перегляду ціни контракту в процесі їхнього виконання з метою страхування валютних, кредитних та інших ризиків.

Таким чином, захисні застереження застосовуються для обмеження втрат контрагентів міжнародних економічних відносин. Усі застереження побудовані за принципом ув'язування належних платежів зі змінами, що відбуваються на валютних і товарних ринках.

На практиці можуть використовуватися різні види валютних застережень (табл. 1.2.)

Таблиця 1.2

Класифікація валютних застережень

№ п/п	Критерій класифікації	Види валютних застережень
1.	За напрямком дії	- односторонні; - двосторонні;
2.	За способом дії	- прями; - непрями;
3.	За кількістю валют, що використовуються	- одновалютні; - мультивалютні (зі стандартним або нестандартним кошиком валют);

Зазвичай валютні застереження, що включаються в контракт, передбачають одночасний захист інтересів як експортера, так і імпортера. Значно рідше зустрічається варіант одностороннього застереження, при якому від несприятливої зміни валютного курсу страхується лише одна зі



сторін: або експортер, або імпортер. Цей вибір визначається «силою» сторін при веденні переговорів.

Наприклад, експортер є монополістом унікальної продукції, що вимагається великій кількості підприємств. У цьому випадку він може настояти на введенні в контракт одностороннього застереження, що передбачає перерахування суми контракту тільки у випадку несприятливої саме для експортера зміни валютного курсу. Але можливості застосування такого роду валютних застережень вкрай обмежені.

Пряме валютне застереження виникає тоді, коли валюта платежу і валюта ціни в контракті збігаються. У цьому випадку передбачається введення в контракт нової валюти – валюти застереження. Зміна ціни товару здійснюється пропорційно зміні курсу цієї валюти до валюти ціни на момент платежу в порівнянні з моментом укладання контракту або кредитної угоди.

Фіксація валютного курсу може здійснюватися в залежності від умов укладеної угоди не лише в день підписання контракту, але, наприклад, у день реального постачання товару або виконання однією зі сторін якої-небудь іншої умови.

Непряме валютне застереження застосовується тоді, коли валюта ціни не збігається з валютою платежу. Зміни суми контракту відбуваються при зміні курсу перерахування валюти ціни у валюту платежу.

Джерело інформації про курси валют сторони повинні обумовити заздалегідь і зафіксувати його в контракті. Дата котирування може бути встановлена в день здійснення платежу або день, що передує йому. Це залежить, в першу чергу, від способу одержання інформації про курси валют (електронна система або, наприклад, газетна інформація), що також має бути обговорено контрагентами.

У залежності від того, яку валюту було вибрано у контракті у якості валюти застереження, таке застереження називається «доларовим», «фунтовим» і т. інш.



Якщо валютою застереження виступає одна валюта, то ми маємо справу з одновалютним застереженням. Мультивалютним називають застереження, дію якого засновано на коректуванні суми платежу пропорційно зміні курсу валюти платежу, але не до однієї, а до спеціально підбраного «валютного кошика», курс якого розраховується за визначеною методикою. Кошик валют може бути стандартним. Такого типу кошиком, наприклад, є міжнародна розрахункова одиниця СПЗ.

Доларовий курс цього стандартного кошика публікується у провідних світових фінансових виданнях. Нестандартними є довільно підбрані кошики валют, курс яких необхідно постійно перераховувати відносно валюти ціни.

Складовими елементами дії валютного застереження є:

- встановлення курсу валюти застереження до валюти ціни в момент підписання контракту;
- встановлення діапазону зміни валютного курсу (у відсотках), при якому перерахування загальної вартості контракту не передбачається;
- встановлення формули перерахування загальної вартості контракту за умови перевищення встановлених коливань величини валютного курсу;
- встановлення величини максимальної зміни загальної вартості контракту [54].

Іншим контрактним методом хеджування валютних ризиків є стратегія випереджень і запізнювань (стратегія “leads & lags”).

Особливість даної стратегії полягає в тому, що вона припускає свободу вибору дати платежу за зовнішньоекономічним контрактом. Ця стратегія є найбільш прийнятною у відносинах між двома фірмами, що мають досить тісні партнерські зв'язки, тому що наявність загальної мети допомагає знайти найбільш вигідний варіант взаєморозрахунків. Більш того, постійний грошовий потік між такими фірмами просто зобов'язує їх використовувати цю стратегію, тому що вона надає їм можливість точно прораховувати обсяги фінансових потоків між ними на визначену дату і, таким чином,



опосередовано впливати на платоспроможність кожної фірми. Однак, усе це вимагає наявності єдиної мети та чіткої погодженості дій.

Найбільш ефективно стратегія «leads & lags» використовується тоді, коли материнська фірма має повний контроль над своїми дочірніми компаніями та філіями, тому що розтягування термінів платежу може призвести до помітного погіршення фінансового стану однієї з фірм-учасниць угоди, але не спричинить великої шкоди загальному станові справ усієї корпорації.

Очевидно, що якщо угода «leads & lags» укладається з фірмами, що не на всі 100% належать транснаціональній корпорації або холдінговій компанії, то інші акціонери можуть не погодитися зі зменшенням своїх прибутків. Це говорить про те, що укладання такої угоди між двома незалежними фірмами вимагає проведення всебічного аналізу і визначення додаткових умов, що компенсують збитки однієї зі сторін.

Транснаціональні корпорації досить часто використовують стратегію випереджень і запізнювань, тому що вона є одним із способів ухилення від оподаткування. Наприклад, дочірня компанія, що несе збитки, скорочує базу для оподаткування; у той же час материнська фірма дістає прибуток.

Необхідною умовою для ефективного використання даної стратегії є можливість материнської фірми розробити таку техніку, яка могла б сприяти розподілу прибутку і контролюванню інвестиційних потоків у найбільш рентабельній формі для транснаціональної корпорації в цілому.

Використання стратегії «leads & lags» досить часто обмежується державою. Рамки такого обмеження багато в чому залежать від зовнішньої політики країни, тобто різні держави підходять до цього питання диференційовано.

Альтернативною стратегією управління валютними ризиками між іноземними компаніями, що мають довгострокові ділові зв'язки, є так звана техніка поділу ризиків.



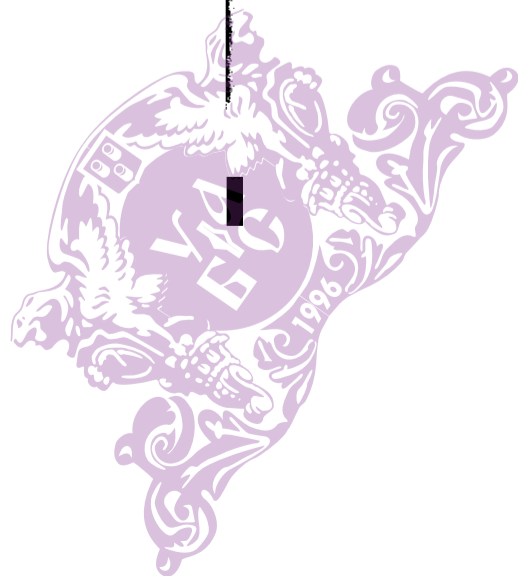
Поділ ризиків – це угода між компаніями, укладена у формі договору, у якому покупець і продавець погоджуються взяти на себе заздалегідь визначену частину втрат, пов'язаних з коливанням валютних курсів, незалежно від того, які втрати компанії понесли в дійсності.

Таким чином, якщо фірми розраховують на довгострокові взаємовигідні відносини, а флуктуації валютного ринку не можуть значно вплинути на їхній фінансовий стан, то використання стратегії поділу ризиків сприятиме збільшенню торговельного обороту між компаніями, передбачуваності фінансових потоків і т. інш.

У якості прикладу розглянемо випадок, коли американська компанія займається виробництвом легкових автомобілів і при цьому імпортує частину комплектуючих з Японії.

Довгострокові коливання валютного курсу USD/JPY приводять до того, що одна компанія дістає прибуток за рахунок партнера, і, якщо коливання курсу будуть дуже значними, то одна зі сторін може перервати відносини. Одним з рішень цієї проблеми для обох компаній буде, наприклад, угода про те, що всі імпортні закупки американської сторони будуть проводитися в японських ієнах доти, поки обмінний курс буде в межах від 115 до 125 ієн за 1 долар США. Якщо курс знаходитиметься на цьому рівні, американська фірма погоджується нести можливі валютні ризики. Однак, якщо курс упаде нижче зазначеної межі, сторони відповідно до договору розділять збитки американської фірми між собою.

Стратегія поділу ризиків використовується, в першу чергу, для того, щоб пом'якшити негативний вплив зміни валютних курсів на фінансовий стан партнерів. Звичайно, постійна девальвація однієї валюти буде вимагати дуже частого перегляду умов договору про поділ ризику. У світовій практиці угоди про поділ ризику укладаються протягом вже більш, ніж 50 років.



Розглянуті вище методи страхування валютних ризиків відносяться до так званих методів «природного хеджування». При цьому укладання угоди про розділ ризиків є самим ефективним з точки зору вартості хеджування.

Таким чином, використання таких угод може надати значну допомогу вітчизняним компаніям, що беруть участь у міжнародній торгівлі, тому що у них з'являється можливість застрахувати себе від валютних ризиків відносно дешево і не користуючись послугами ще не розвинутого ринку валютних деривативів: ф'ючерсів, форвардних контрактів, валютних опціонів і свопів.

Однією з альтернатив, що також використовується для хеджування валютних ризиків є створення так званих реінвойсингових центрів.

Реінвойсинговий центр – це окрема філія транснаціональної корпорації, яка централізовано займається аналізом та хеджуванням усіх валютних ризиків, що виникають у ході міжнародної торгівлі.

Розглянемо наступний приклад. Припустимо, філія транснаціональної корпорації, що виготовляє певну продукцію, продає її філії-дистриб'ютору, але продаж відбувається не напряму, а через посередника – реінвойсинговий центр. Таким чином, товари спочатку продаються реінвойсинговому центру (у даному випадку йде тільки рух документів, товар як був на складі, так там і залишається), а потім останній перепродає продукцію філії-дистриб'ютору. Таким чином, реінвойсинговий центр є фактично залученим тільки у документообіг.

Зазвичай ціною перепродажу товарів є ціна виробника, переведена у валюту філії-дистриб'ютора за форвардним курсом на день постачання реальних товарів, хоча можливі різні варіації. Але, щоб уникнути звинувачень у приховуванні прибутку від оподаткування (а це можливо зробити за допомогою спланованого перерозподілу витрат), реінвойсингові центри, що перепродають товар, включають у його ціну певний комісійний відсоток як плату за послуги.

Для реінвойсингових центрів необхідно уникати будь-яких



торговельних операцій з резидентами країни, де зареєстрований центр, для того щоб зберігати за собою статус нерезидента. Хоча юридичний статус нерезидента в різних країнах може трактуватися по-різному, досить часто іноземні фінансові компанії мають ряд податкових та інших пільг.

Так, фірма-нерезидент може мати більш вільний доступ на зовнішній валютний ринок, чим місцеві фірми; вона має більше прав для роботи з такими інструментами фінансового ринку, як єврооблігації, євроноти та інші; має широкі можливості відкривати рахунки та брати кредити за кордоном, що в більшості випадків заборонено для резидентів.

Транснаціональна корпорація одержує наступні вигоди від створення реінвойсингового центру:

1. Створення центра дозволяє зосередити процес управління валютними ризиками при внутрішньокорпоративній торгівлі в одному місці. Менеджери центру напряду займаються всіма проблемами, пов'язаними з хеджуванням ризиків, і вибирають найбільш прийнятну стратегію страхування. Великий обіг за угодами у різних валютах з різними країнами дозволяє фінансовим менеджерам вибирати найбільш вигідний курс обміну за рахунок покриття одних угод іншими.
2. На базі форвардних курсів реінвойсинговий центр визначає вартість товару на визначену дату, дозволяючи, тим самим, дочірнім компаніям точно розраховувати свої майбутні витрати. Завдяки цьому філії-дистриб'ютори мають можливість встановлювати тверді ціни на товар і захищати себе від ризику відмови клієнта підтвердити попередню ofertу на купівлю товару через встановлення нових цін. Таким чином, філія-дистриб'ютор завдяки реінвойсинговому центру може повністю сконцентруватися на маркетинговій діяльності, не обтяжуючи себе проблемами, пов'язаними з коливанням валютних курсів.
3. Центр також займається управлінням грошовими потоками між філіями, що дозволяє усім філіям корпорації вести розрахунки тільки в



національній валюті. Наявність же різнонаправлених потоків різних валют дає можливість хеджувати тільки непокриті валютні транзакції.

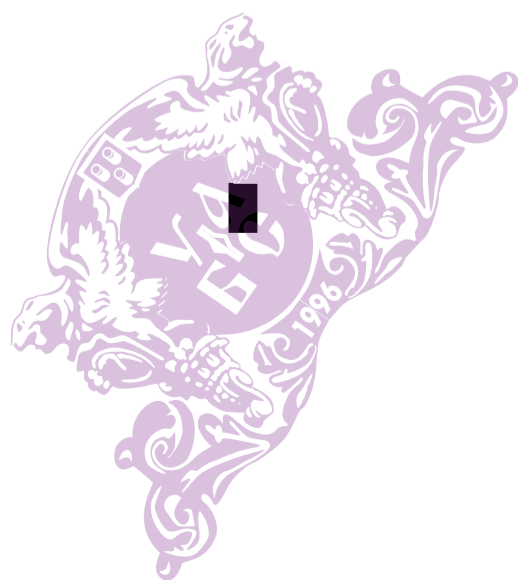
Головним недоліком використання реінвойсингових центрів є досить високі витрати, що несе корпорація по їхньому утриманню. Фактично створюється ще одна філія зі своєю бухгалтерією, офісом і персоналом; великих витрат вимагає також розробка нової конфігурації біллінгу (вексельного обігу) з урахуванням майбутніх задач центру. Центр повинен мати повний обсяг інформації про правове законодавство кожної окремої країни, про особливості їхнього оподаткування, про національні особливості розрахунків з іноземними клієнтами тощо. Таким чином, утримання реінвойсингового центру може виявитися занадто дорогим і, отже, непотрібним [46].

Хеджування валютних ризиків може також здійснюватися методом структурування зустрічних валютних потоків.

Основний зміст даної стратегії полягає в тому, щоб валютні зобов'язання або вимоги фірми були покриті. Таким чином, для будь-якого грошового потоку повинен існувати зустрічний потік у тій же валюті, що закриває відкриту позицію компанії.

Така стратегія найчастіше використовується експортерами. Наприклад, американський експортер, що здійснює поставки товару в Канаду, може взяти кредит на канадському ринку позичкового капіталу. Це дозволяє американській фірмі заздалегідь знати суму майбутніх платежів і доходів, і таким чином застрахувати себе від валютних ризиків. Однак, проведення цієї стратегії можливо лише в умовах стабільності та передбачуваності фінансового ринку, коли ризик неплатежів практично відсутній. Список варіацій даної стратегії хеджування може бути нескінченним.

Так, іншою альтернативою для американської фірми є пошук потенційного експортера компонентів або матеріалів у Канаді. Третя альтернатива має на увазі так зване «переключення» потоків, тобто пошук



можливостей сплачувати послуги третього партнера канадськими доларами. Наприклад, мексиканська фірма має зобов'язання в канадських доларах, і оплата товару канадською валютою вирішила б для обох компаній проблему хеджування. Одну зі схем структурування зустрічних валютних потоків представлено на рис. 1.3.

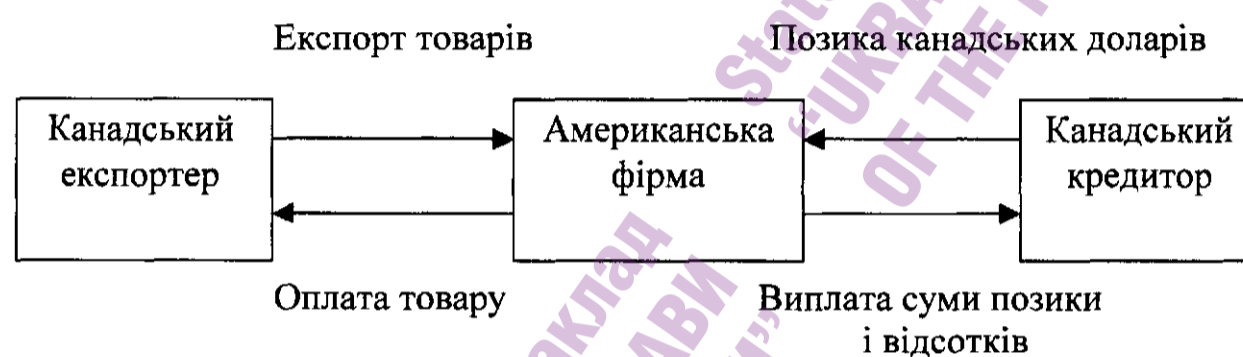


Рис.1.3. Схема структурування зустрічних валютних потоків

У світовій практиці для хеджування валютних ризиків підприємств-експортерів та імпортерів досить часто використовують інструменти строкового ринку – валютні деривативи, що дозволяє досить ефективно хеджувати валютну вартість зовнішньоторговельного контракту. Ціна цих інструментів складає планові збитки, що оцінюються фінансовим менеджером як витрати, пов'язані з усуненням ризику за контрактом.

Для цієї мети використовуються валютні форварди, ф'ючерси, опціони та свопи, а також їхні різні комбінації.

Форвардні угоди (forward contracts або fwd) є найбільш поширеним методом хеджування валютних ризиків, який дозволяє здійснити обмінну валютну операцію на даний момент часу з постачанням валюти в майбутньому.

Форвардний контракт – угода з обміну однієї іноземної валюти на іншу за раніш узгодженим курсом, яка укладається сьогодні, а дата валютування



(тобто реального зачислення валюти на відповідний рахунок) відкладена на визначений термін у майбутньому.

Ринок форвардних валютних контрактів є невід'ємною складовою світового валютного ринку від початку 80-х рр. Уперше форвардні угоди почали використовувати лондонські банки в міжбанківських операціях із євровалютами. У серпні 1985 р. Асоціація британських банкірів (BBA) вже видала правила щодо регулювання угод на міжбанківському валютному ринку (FRABBA terms), якими і дотепер керуються банки при укладенні форвардних контрактів.

Основою форвардної угоди є договір купівлі-продажу іноземної валюти на певну дату в майбутньому за обмінним курсом, обумовленим на дату укладення угоди. Форвардні контракти є терміновими контрактами міжбанківського валютного ринку. Терміни форвардних угод стандартизовані та, як правило, не перевищують 12 місяців; найбільш поширеними є угоди на 1, 2, 3, 6, 9 та 12 місяців. На практиці ці періоди позначаються: 1М, 2М, 3М і т. ін.

Оскільки форвардний ринок є міжбанківським, комерційні банки, крім стандартних термінів, самостійно використовують так звані короткі дати – short dates (до одного місяця) та ламані дати – broken dates (понад місяць), що не збігаються зі стандартними термінами. Однак ринок таких дат вважається менш ліквідним, ніж ринок зі стандартизованими термінами, а тому угоди мають разовий характер за домовленістю сторін.

Основне призначення форвардних валютних угод – забезпечити надійне страхування майбутніх платежів або надходжень за зовнішньоторговельними контрактами. Наприклад, металургійне підприємство, експортуючи свою продукцію, розрахунки веде в доларах США, а обладнання та устаткування закуповує (імпортує) за євро. Якщо відомий чіткий графік постачання товарів і надходження платежів, то підприємство може застрахувати свій валютний ризик від зміни курсу



американського долара до євро, уклавши угоду про купівлю євро за американські долари в майбутньому, враховуючи дату купівлі обладнання чи устаткування. За таких умов менеджери підприємства мають чітку інформацію щодо майбутніх витрат і можуть формувати відповідну стратегію фінансового менеджменту. Використання форвардних угод дає змогу визначити вартість і ефективність експортних чи імпортних операцій, нейтралізуючи можливі коливання валютних курсів.

Останнім часом форвардні угоди широко використовуються і для неторговельних операцій, пов'язаних із рухом капіталів: кредитування іноземних філій, вкладення інвестицій, придбання цінних паперів іноземних емітентів, репатріація прибутків тощо.

Форвардні угоди є твердими, тобто обов'язковими для виконання, і укладаються переважно з метою реальної купівлі або продажу валюти. Найбільш поширеним є використання таких угод для страхування незабезпечених відкритих валютних позицій, але часто вони можуть бути використані зі спекулятивною метою.

Форвардні контракти мають певні умови:

- валютний курс фіксується в момент укладення форвардної угоди;
- реальна поставка валюти здійснюється, як правило, через певний обумовлений стандартний проміжок часу;
- під час підписання угоди ніякі авансові платежі не здійснюються;
- обсяги контрактів не є стандартизованими.

Фінансовий зміст форвардної операції полягає в купівлі чи продажу однієї валюти в обмін на іншу, виходячи з інтересів покупця (продавця), з метою одержання прибутку чи запобігання збиткам.

Специфікою форвардних операцій є те, що форвардні валютні курси, на відміну від інших видів угод, безпосередньо не фіксуються, а розраховуються. Крупні комерційні банки (маркет-мейкери) та професійні дилери оперують показниками, вираженими у вигляді десятитисячної



частини валютного курсу, що відображають різницю між курсом “спот” і курсом “форвард”. Ці показники називають форвардною маржею (форвардний диференціал, спред, пункти, піпи), і на практиці здійснюється котирування не валютних курсів “аутрайт”, а відповідних різниць.

Форвардний валютний курс розраховується на момент укладення угоди і складається з поточного курсу (спот-курс) і форвардного диференціалу, який може виступати у вигляді надбавки (премії) або знижки (дисконту). Якщо валютний курс “аутрайт” котирується з форвардною премією, то для його визначення до спот-курсу додається форвардна премія. Якщо ж котирування здійснюється з форвардним дисконтом, то для визначення курсу “аутрайт” від значення спот-курсу віднімають величину форвардної знижки.

На практиці з метою розрізнення премії від дисконту їх часто записують відповідно зі знаком «плюс» чи «мінус», але валютний дилер завжди безпомилково визначить премію або знижку, якщо знак і не буде вказано. Це пояснюється тим, що курс купівлі валюти завжди нижчий за курс продажу. Тому коли показники форвардної маржі наведені в порядку збільшення (наприклад, 150-200 або (-100) – (-60)), то мова йде про форвардну премію. У разі, якщо спред наводиться в порядку зниження (наприклад, 220-100 або (-50) – (-180)), то дилер повинен враховувати цей спред як форвардний дисконт.

Окрім того, слід мати на увазі, що валютні курси “форвард” відрізняються від курсів “спот” значно більшим абсолютним значенням показника курсової маржі – різниці між курсом продажу та курсом купівлі. Це, перш за все, пояснюється специфікою банківської операції “форвард”, яка одночасно виступає і формою хеджування валютних ризиків. Крім того, чим тривалішим буде форвардний період, тим вищим буде рівень валютного ризику, – а тому більшим буде і розмір форвардної маржі.

Головним чинником, який формує динаміку та рівень форвардного валютного курсу, є різниця у відсоткових ставках за міжбанківськими креди-



тами та депозитами у відповідних валютах на відповідному ринку позичкових капіталів.

Загальне правило динаміки форвардного валютного курсу наступне: форвардний курс перевищує поточний курс настільки, наскільки банківські депозитні ставки для валюти котирування перевищують відповідні їх значення для базової валюти.

У професійній термінології для визначення форвардного курсу використовують термін “аутрайт” (outright). Це означає, що покупець хоче у майбутньому купити певну суму валюти (або продавець – продати) без проведення додаткових операцій чи укладення додаткових угод. Цей термін використовується з метою уникнення плутанини в розумінні умов форвардної операції, коли йдеться про одну просту форвардну операцію на відміну від складнішої комбінації, пов'язаної з одночасним здійсненням строкової та поточної операцій (операція “своп”).

Показник розміру форвардної премії (P) чи дисконту (D) можна представити у вигляді формули. Для розрахунку премії чи дисконту для визначення курсу “аутрайт” на купівлю валюти вона буде такою:

$$P(D)_{\text{куп.}} = \frac{K_{\text{с.куп.}} \times (C_{\text{д.в.}} - C_{\text{кр.б.}}) \times T}{360 \times 100 + (C_{\text{кр.б.}} \times T)}, \quad (1.1)$$

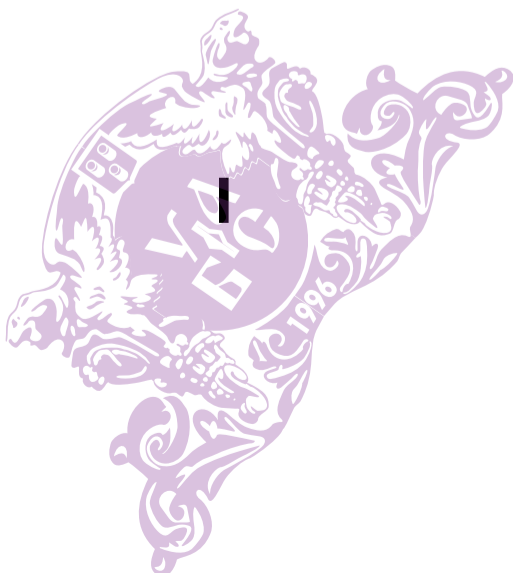
де $P(D)_{\text{куп.}}$ – премія (або дисконт) для форвардного курсу купівлі певної валюти;

$K_{\text{с.куп.}}$ – спот-курс купівлі певної валюти;

$C_{\text{д.в.}}$ – відсоткова ставка за міжбанківськими депозитами для валюти котирування;

$C_{\text{кр.б.}}$ – відсоткова ставка за міжбанківськими кредитами для базової валюти (база котирування);

T – термін форвардної угоди (днів), що на нього розраховується форвардний курс.



Премію (дисконт) валютного курсу “аутрайт” на продаж валюти можна розрахувати за наступною формулою:

$$P(D)_{пр.} = \frac{K_{с.пр.} \times (C_{кр.в.} - C_{д.б.}) \times T}{360 \times 100 + (C_{д.б.} \times T)}, \quad (1.2)$$

де $P(D)_{пр.}$ – премія (дисконт) для форвардного курсу на продаж певної валюти;

$K_{с.пр.}$ – спот-курс продажу валюти;

$C_{кр.в.}$ – відсоткова ставка за міжбанківськими кредитами для даної валюти;

$C_{д.б.}$ – відсоткова ставка за міжбанківськими депозитами для базової валюти.

Таким чином, курс “аутрайт” на купівлю чи продаж валюти можна визначити:

$$K_{ф.куп.} = K_{с.куп.} + P(-D), \quad (1.3)$$

де $K_{ф.куп.}$ – курс “аутрайт” на купівлю певної валюти;

$K_{с.куп.}$ – спот-курс на купівлю валюти;

P – премія;

D – дисконт.

$$K_{ф.прод.} = K_{с.прод.} + P(-D), \quad (1.4)$$

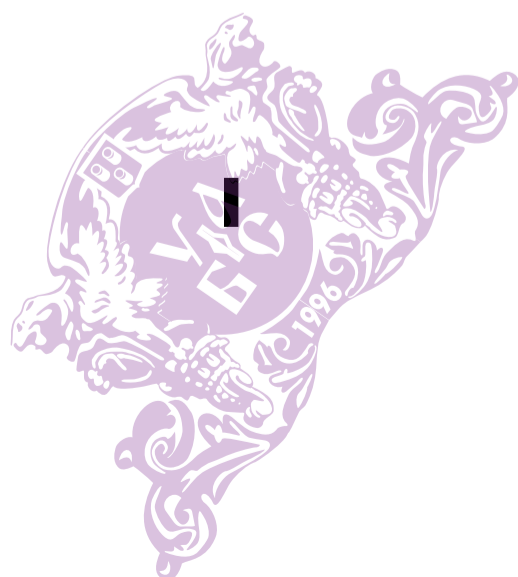
де $K_{ф.прод.}$ – курс “аутрайт” на продаж валюти;

$K_{с.прод.}$ – курс спот на продаж валюти.

Інформація про форвардні курси регулярно публікується у провідних фінансових виданнях світу [додаток Д].

Останнім часом з'явилися та використовуються нові форми та модифікації форвардних угод. Це, зокрема:

- продовження терміну форвардної угоди;
- використання форвардних опціонів із відкритим терміном виконання;
- використання форвардних опціонів із перехресними датами;



- використання валютних контокорентів;
- укладення непрямих форвардних угод;
- забезпечення валютного покриття;
- самостійне створення “форварду”;
- використання форвардних контрактів із опціоном анулювання;
- використання угод про форвардну відсоткову ставку та ін.

Використання форвардних угод у чистому вигляді на українському валютному ринку поки що поширення не набуло, але фахівцями Національного банку України вже напрацьовано пакет нормативних та інструктивних матеріалів для впровадження термінових валютних операцій в практику. Зокрема, постановою Правління Національного банку України №216 від 07.07.1997 р. затверджено “Правила випуску та обігу валютних деривативів”, які регулюють механізм випуску та обігу форвардних валютних контрактів в Україні [55, 188].

Альтернативним методом страхування валютних ризиків може бути використання стандартизованих форвардних контрактів – валютних ф'ючерсів.

Торгівля валютними ф'ючерсами є своєрідною строковою валютною операцією, пов'язаною одночасно як з хеджуванням валютних ризиків, так і з проведенням спекуляцій.

Валютними ф'ючерсами називають строкові контрактні угоди на купівлю або продаж в майбутньому стандартизованої суми іноземної валюти за стандартизованою специфікацією валют та узгодженою ціною.

Відповідно до такої угоди її учасники одержують і право, і зобов'язання обміняти обумовлену стандартизовану суму однієї іноземної валюти на іншу в установлені терміни в майбутньому за курсами, визначеними на момент укладення угоди.

Здійснення операцій з валютними ф'ючерсами відбувається тільки на біржовому ринку, що значно підвищує їхню надійність і рівень страхування



валютних ризиків. На відміну від товарних ф'ючерсів, які широко використовуються з кінця XIX ст., валютні ф'ючерси з'явилися в середині 70-х рр. XX ст., що збігається в часі з формуванням Ямайської валютної системи. На міжнародних валютних ринках вони особливо активно використовуються в останні 10-20 років.

Особливостями ринку валютних ф'ючерсів є:

- високий ступінь стандартизації контрактів;
- обмежене коло валют, що обмінюються одна на одну;
- висока ліквідність контрактів;
- надійність укладених угод;
- можливість за незначних початкових витрат оперувати значними сумами.

Фінансовий зміст хеджування за допомогою валютних ф'ючерсів полягає в тому, що хеджер може перекласти певну частку своїх ризиків на професійних спекулянтів, які забезпечують ліквідність ринку. Таким чином, можна стверджувати, що застосування валютних ф'ючерсів, зрештою, дозволяє знизити собівартість і ціни на продукцію та підвищити ефективність експорту та імпорту.

Основними учасниками ф'ючерсного ринку є великі фінансові центри та клірингові банки, пенсійні фонди, центральні банки, фінансові організації, які працюють на фондовому ринку, члени й спеціалісти ф'ючерсної біржі, а також дрібні інвестори та приватні особи.

Вперше валютні ф'ючерси було введено в обіг у США 15 травня 1972 р. на Міжнародному грошовому ринку (IMM – International Monetary Market) Чиказької комерційної біржі (CME), яка на сьогодні є найбільшим центром торгівлі ф'ючерсними контрактами. Окрім Чиказької комерційної біржі, торгівлю фінансовими та валютними ф'ючерсами здійснюють Лондонська міжнародна біржа фінансових ф'ючерсів (LIFFE – London International Financial Futures Exchange), Сінгапурська міжнародна валютна біржа (SIME –



Singapore International Monetary Exchange), Чиказька торгова біржа (CBOT – Chicago Board of Trade), Європейська біржа деривативів (EUREX – European Exchange) та інші (табл. 1.3).

На сьогоднішній день на Чиказькій комерційній біржі торгівля валютними ф'ючерсами здійснюється тільки за американські долари за стандартним переліком, що складається з 6 основними валютами зі стандартизованими сумами: англійський фунт стерлінгів (GBP 62500); австралійський долар (AUD 100000); канадський долар (CAD 100000); японська ена (JPY 12500000); швейцарський франк (CHF 125000); євро (EUR 125000).

На Лондонській міжнародній біржі фінансових ф'ючерсів контракти укладаються на: англійський фунт стерлінгів (GBP 25000); японську ену (JPY 12500000) та швейцарський франк (CHF 125000) до курсу долара США, а також на долари США (USD 50000) за євро.

Таблиця 1.3

Перелік провідних світових ф'ючерсних бірж та види валют, на які укладаються ф'ючерсні угоди

Іноземна валюта	Біржі
Австралійський долар (AUD)	IMM, Phil SE
Канадський долар (CAD)	IMM, MCE, Phil SE
Євро (EUR)	FINEX, Phil SE
Англійський фунт стерлінгів (GBP)	IMM, LIFFE, MCE, Phil SE
Швейцарський франк (CHF)	IMM, LIFFE, MCE, Phil SE
Японська ена (JPY)	IMM, LIFFE, MCE, Phil SE

IMM – International Monetary Market (at the CME) – Міжнародний валютний ринок (на Чиказькій комерційній біржі).

FINEX – Financial Instrument Exchange (at the New York Cotton Exchange) – Біржа фінансових інструментів (фінансовий підрозділ Нью-



Йоркської бавовняної біржі).

Phil SE – Philadelphia Stock Exchange – Філадельфійська фондова біржа.

MCE – Mid America Commodity Exchange – Центральна американська товарна біржа.

LIFFE – London International Financial Futures Exchange – Лондонська міжнародна біржа фінансових ф'ючерсів.

Як бачимо, набір валют на біржах досить обмежений, а стандартизована сума одного контракту, за винятком долара та англійського фунта стерлінгів, однакова. У разі необхідності здійснення валютної операції на більшу суму купують (або продають) кілька стандартизованих контрактів.

Валютні ф'ючерсні контракти на кожній біржі мають свою стандартну специфікацію, яка включає: назву контракту, вид контракту (з постачанням базового активу чи без постачання), протилежні сторони контракту (контрагенти), найменування базового активу, суму контракту, розмір гарантійного внеску, одиницю визначення ціни, ціну реалізації, строк реалізації, відповідальність сторін за невиконання умов контракту, порядок розгляду суперечок тощо.

Відмінною особливістю ф'ючерсних контрактів є перерозподіл ризику, що забезпечує високу ліквідність укладених угод. Фіксуючи обмінний курс, обидві сторони гарантують відсутність як збитків, так і прибутків. Тобто одна сторона уникає непередбачених збитків, а інша – відмовляється від непередбаченого (спекулятивного) прибутку, що дозволяє взаємно зменшити ризик утрат від можливої зміни валютних курсів у несприятливому для обох напрямку. Крім того, важливе значення має реалізація принципу вільного біржового торгу завдяки тому, що розрахункова палата біржі для кожного учасника ф'ючерсної угоди бере на себе функції третьої сторони, тобто здійснюється додаткове страхування укладеної угоди.

В цілому, валютні ф'ючерси мають багато спільного з форвардними контрактами, і при хеджуванні валютних ризиків велика частина підприємств



і фінансово-кредитних установ віддають перевагу саме останнім. Але, як свідчить аналіз наведених у табл. 1.4 порівняльних даних, ф'ючерсні угоди теж мають певні переваги, особливо – високу ліквідність, що надає можливість клієнту закрити позицію на строковому ринку будь-коли до моменту здійснення угоди.

Таблиця 1.4

Порівняльна характеристика ф'ючерсних і форвардних валютних угод

Валютні ф'ючерси	Валютні операції "форвард"
1. Укладення відбувається тільки на біржах, які у відповідності зі своїми положеннями запроваджують відповідні специфікації	1. Укладаються тільки на міжбанківському ринку
2. На контракти однієї серії або типу встановлюється єдина ціна	2. Ціни можуть визначатися за домовленістю сторін
3. Обсяги одного контракту (лота) стандартизовані відповідно до специфікації	3. Обсяги контракту визначаються за домовленістю сторін
4. Обов'язковою є попередня сплата комісійних брокеру та внесок на депозит початкової маржі (гарантійного депозиту) у фіксованому розмірі за один контракт відповідно до кількості укладених контрактів	4. Ніякі авансові платежі не здійснюються
5. Набір валют фіксований	5. Набір валют довільний (значно ширший)
6. Терміни виконання угод стандартні, а терміни закриття позиції – довільні	6. В основному стандартні терміни (але можуть використовуватися і нестандартні)
7. Гарантія виконання умов угоди завдяки участі розрахункової палати у якості посередника	7. Ризик розподіляється між банками, або між банком і клієнтом

Що стосується України, то перші торги валютними ф'ючерсами відбулися на Придніпровській товарній біржі (м. Дніпропетровськ) у 1994 р. Ці торги суттєво відрізнялися від усталеної світової практики торгівлі валютними деривативами, зокрема, це був певний механізм поєднання



валютних і товарних ф'ючерсів. Назвати такі угоди валютними ф'ючерсами можна лише умовно, хоча слід віддати належне керівництву та фахівцям цієї біржі, які в умовах невизначеності ризикнули використати ще невідомі вітчизняним економістам фінансові інструменти.

Фактично з середини 1995 р. торгівлю валютними ф'ючерсами на Придніпровській товарній біржі було припинено. Головна причина відмови від їхнього використання полягала не в недосконалості запропонованих механізмів, а в недостатній розвиненості на той час валютного ринку України.

У грудні 1997 р. торгівля валютними ф'ючерсними контрактами відбулася і на Українській міжбанківській валютній біржі (УМВБ, м. Київ). Торги проводилися за українські гривні за трьома основним валютами: долар США, німецька марка та російській рубль. Сума одного контракту складала 1000 відповідних одиниць. Але, як і у випадку з Придніпровською товарною біржею, торгівля ф'ючерсами здійснювалася відносно недовго, до середини 1998 р. і носила переважно спекулятивний характер [59, 105, 149, 154].

Іншим інструментом строкового ринку, що має достатньо широке розповсюдження та практичне застосування серед хеджерів, виступають валютні опціони.

Валютний опціон є своєрідною формою строкової угоди двох сторін – продавця (емітента) і покупця (власника опціону), внаслідок якої останній отримує право, але не зобов'язання, купити у першого або продати йому заздалегідь визначену суму однієї валюти в обмін на іншу (або на національну грошову одиницю) у визначений момент або на протязі певного часового періоду в майбутньому за валютним курсом, що встановлюється у момент укладення угоди.

Цей фіксований валютний курс називають ціною реалізації (виконання) опціону, або страйковою ціною (strike price).

Власник опціону має право вибору реалізувати опціон або ж



відмовитися від його виконання залежно від того, наскільки сприятливими для нього будуть коливання валютного курсу протягом опціонного періоду (періоду дії опціону).

Продавець (емітент) опціону зобов'язаний виконати відповідну валютну операцію за ціною реалізації, встановленою за опціонною угодою, та забезпечити власнику опціону виконання умов угоди до завершення встановленого терміну. Якщо угоду здійснено, то вживають терміни “опціон здійснено” або “опціон виконано”.

За право, яке продавець опціону надає його власнику, здійснити опціон або відмовитися від його реалізації останній сплачує першому певну грошову суму – опціонну премію. Вона визначається як відсоток від суми опціонної угоди або ж як абсолютна сума за одиницю валюти і сплачується покупцем опціону його продавцю під час продажу опціону незалежно від того, буде він взагалі здійснений чи ні.

Вартість опціону є договірною величиною і залежить від обсягів купівлі-продажу валют, виду валют, поточного валютного курсу та ціни виконання опціону. Остання, в свою чергу, залежить від поточного валютного курсу та перспектив його зміни, інформацією про що можуть служити дані про форвардні курси валют, опубліковані у різних фінансових виданнях.

Залежно від місця продажу опціони поділяють на біржові, що вільно перебувають в обігу, та позабіржові. Біржові опціони (traded option) продають і купують опціонні біржі, які є своєрідними фінансовими інститутами, що стали невід'ємною складовою фінансового ринку економічно розвинених країн. Найвідоміші з них – Лондонська фондова біржа, Амстердамська біржа (Європейська опціонна біржа), Філадельфійська, Чиказька, Монреальська та інші (табл. 1.5).

Біржові опціони можуть знаходитися в обігу на вторинному ринку, вільно перепродаватися до завершення опціонного періоду. Ці опціони є



стандартизованими за певними видами валют, сумами й термінами виконання.

Таблиця 1.5

Провідні світові біржі та види валют, на які укладаються опціонні угоди

Валюта	Біржа
Австралійські долари (AUD)	SFE
Канадські долари (CAD)	CBOE, ME, VSE, Phil SE
Євро (EUR)	AE
Англійські фунти стерлінгів (GBP)	CBOE, IMM, AE, LSE
Швейцарські франки (CHF)	CBOE, IMM, ME, Phil SE
Японські єни (JPY)	CBOE, Phil SE
Золото (XAU)	COMEX, EOE, MCE, ME, VSE
Срібло (XAG)	CBOT, COMEX, AE, TFE, VSE
Індекси на золото і срібло	Phil SE

SFE – Sydney Futures Exchange – Сіднейська ф'ючерсна біржа (торгівля опціонами на ф'ючерсні контракти).

CBOE – Chicago Board Option Exchange – Чиказька опціонна біржа – (торгівля “європейськими” опціонами).

ME – Montreal Exchange – Монреальська біржа.

VSE – Vancouver Stock Exchange – Ванкуверська фондова біржа.

Phil SE – Philadelphia Stock Exchange – Філадельфійська фондова біржа.

IMM – International Monetary Market – Міжнародний валютний ринок (на Чиказькій комерційній біржі).

AE – Amsterdam Exchange – Амстердамська біржа.

LSE – London Stock Exchange – Лондонська фондова біржа.



COMEX – Commodity Exchange, New York – Нью-Йоркська товарна біржа.

MCE – MidAmerican Commodity Exchange – Центральноамериканська товарна біржа.

CBOT – Chicago Board of Trade – Чиказька торгова біржа.

TFE – Toronto Futures Exchange – Ф'ючерсна біржа Торонто [188].

Стандартна специфікація валютного опціону містить такі реквізити: найменування валюти опціону, назву операції (купівля або продаж), суму валюти, курс обміну (ціну реалізації), дату завершення опціонного періоду, умови виконання опціону (певна дата чи опціонний період).

Позабіржові опціони (over-the-counter option, OTC option) можна розглядати як суто банківський інструмент. Вони продаються і купуються покупцем і банком, як правило, за індивідуальною угодою на договірних засадах і за специфікацією, що відповідає вимогам покупця. Переважно на ринку позабіржових опціонів банки працюють із транснаціональними корпораціями.

У світовій практиці залежно від характеру валютообмінної операції розрізняють опціон “кол” (call) і опціон “пут” (put).

Опціон “кол” надає право його власнику купити певну суму однієї іноземної валюти в обмін на іншу. Опціон “пут” надає власнику право продати певну суму однієї валюти в обмін на іншу. Наприклад, якщо підприємство, придбавши “пут” за гривні, одержує право продати відповідну суму в американських доларах в обмін на гривню, то це буде доларовий “пут”. Що стосується хеджування валютних ризиків, то опціони “кол” використовуються переважно імпортерами для страхування від операційного валютного ризику, що виникає в результаті підвищення валютного курсу. Опціони “пут” використовують переважно експортери з метою хеджування від знецінення валюти платежу за зовнішньоторговельним контрактом.

У світовій теорії і практиці використовуються й інші види валютних



опціонів (див. табл. 1.6).

Таблиця 1.6

Класифікація валютних опціонів

Класифікаційна ознака	Вид опціону	Характеристика
1	2	3
1. Вид операції	«call» «put»	Надає право його власнику (покупцю) <i>купити</i> певну суму іноземної валюти. Надає право його власнику (покупцю) <i>продати</i> певну кількість іноземної валюти.
2. Ринкова належність	біржовий (traded option) позабіржовий	Продається та купується на організованих біржах. Продається та купується на позабіржовому ринку (великими КБ чи корпораціями).
3. Момент здійснення	європейський (European-type) американський (American-type) з затримкою здійснення	Здійснення опціону відбувається після вимоги покупця у строго встановлений момент (як правило, в останній день опціонного періоду). Здійснення опціону відбувається будь-коли протягом опціонного періоду відразу ж після першої вимоги покупця до продавця. Здійснення опціону відбувається продавцем протягом певного періоду з моменту першої відповідної вимоги покупця.
4. Обмеження прав покупця	стандартний бермудський бар'єрний	Право покупця здійснити опціон у певний момент або протягом певного періоду часу існує на протязі усього опціонного періоду. Автоматичне виконання опціону відбувається незалежно від бажання покупця у випадку настання якої-небудь події (наприклад, поточний валютний курс досяг відповідного значення). <i>In-option</i> ; право покупця здійснити опціон виникає лише після настання якої-небудь події (наприклад, поточний валютний курс досяг відповідного значення). <i>Out-option</i> ; право покупця здійснити контракт закінчується після настання якої-небудь події.

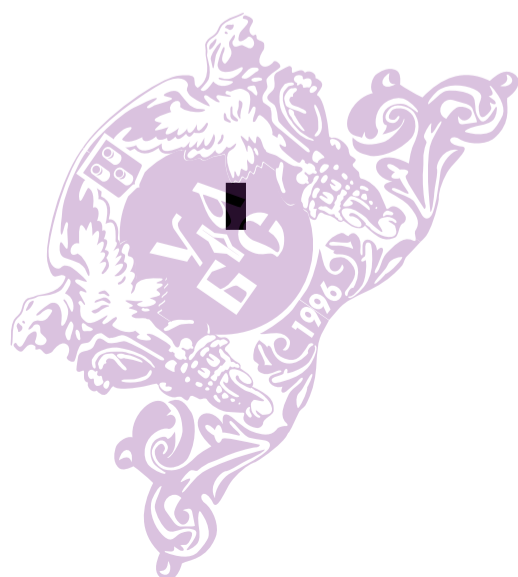


продовження табл. 1.6

1	2	3
5. Метод визначення ціни	стандартний	Ціна реалізації опціону чітко фіксується в момент укладення угоди.
	азійській	Ціна реалізації розраховується в момент здійснення опціону, як середнє її значення на поточному ринку за весь опціонний період.
	руський	Ціна реалізації визначається як найбільш прийнятне її значення для покупця за весь опціонний період.
6. Валюта контракту (базовий актив)	стандартний	Базовим активом даного опціону є певна валюта, що була визначена в момент укладення угоди.
	поставка за вибором	Покупець опціону має право вибору будь-якої валюти з обумовленого в момент укладення угоди переліку іноземних валют.
	складний опціон	Базовим активом даного опціону є інший опціон.
	опціон на ф'ючерс	Базовим активом даного опціону є ф'ючерсний контракт.
	свопціон	Базовим активом даного опціону є не певний матеріальний актив, а право здійснення «свопу».

З юридичної точки зору учасники опціонної угоди завжди рівноправні, але з економічної у вигіднішому становищі знаходиться покупець опціону, оскільки остаточне рішення про купівлю чи продаж валюти з настанням терміну (дати) здійснення опціону виносить саме він, сплачуючи за це опціонну премію. Продавець опціону має право лише погодитися з рішенням покупця і виконати свої зобов'язання в одній із наведених нижче форм:

1. У разі продажу опціону “кол” продавець опціону повинен продати покупцю (власнику) опціону обумовлену суму валюти.
2. У разі продажу опціону “пут” продавець опціону зобов'язаний купити в покупця (власника опціону) обумовлену суму валюти.



Прийняти пропозицію власника опціону про відмову від його здійснення.

Зважаючи на переваги валютних опціонів перед іншими видами валютних деривативів, необхідно зазначити, що їх використання вигідне (цільне) в таких випадках:

- коли час і сума валютних надходжень чітко не визначені;
- з метою захисту експортних та імпорتنих потоків товарів, чутливих до зміни цін;
- у разі публікації прейскурантів на свої товари в іноземній валюті;
- з метою підтримки комерційної пропозиції на укладення контракту, оціненого в іноземній валюті;
- у разі необхідності забезпечення одночасного страхування від комерційних і валютних ризиків.

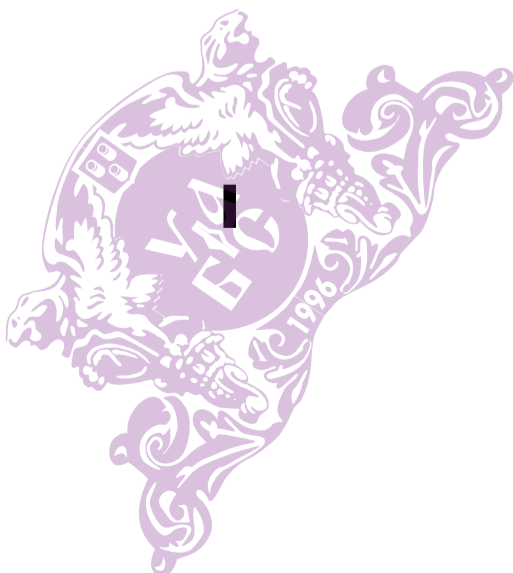
На українському валютному ринку першу спробу торгівлі валютними опціонами на курс українського карбованця до долара США за європейським стилем було здійснено Центром термінових контрактів Української фондової біржі наприкінці 1994 р. Але найбільшого поширення набула торгівля валютними опціонами в першій половині 1995 р. завдяки активній і цілеспрямованій роботі Української біржі опціонів і ф'ючерсів (АТ "Український контракт") [185, 166, 146].

Останнім видом строкового контракту, що має на меті хеджування валютних ризиків у зовнішньоекономічній діяльності, є валютні угоди "своп".

Валютний "своп" (currency swap) – валютна операція, яка поєднує купівлю або продаж валюти на умовах "спот" із одночасним продажем (або купівлею) тієї ж валюти на певний термін на умовах "форвард".

Іншими словами здійснюється комбінація двох протилежних контрастних угод на однакові суми, але з різними датами валютування.

Основними перевагами "свопів" перед іншими валютними деривативами є наступні:



- можливість використання переваг іноземних ринків позичкових капіталів;
- можливість одержання прибутку з існуючої відкритої валютної позиції або можливість закрити цю позицію;
- страхування руху капіталу в іноземній валюті;
- диверсифікація джерел фінансування;
- страхування довгострокових валютних форвардів;
- страхування нових або вже існуючих активів і пасивів шляхом відкриття різних валютних позицій.

Використання валютних “свопів” досягло апогею на початку 80-х рр., що було зумовлено такими обставинами:

- політика багатьох центральних банків змусила комерційні банки здійснювати фінансування активів з “плаваючою” відсотковою ставкою зобов'язаннями теж із “плаваючою” відсотковою ставкою, а не за рахунок короткострокових депозитів;
- надання взаємних позичок на міжнародних валютних ринках набуло спекулятивного характеру;
- зниження відсоткових ставок сприяло зниженню ризиків за валютними “свопами”.

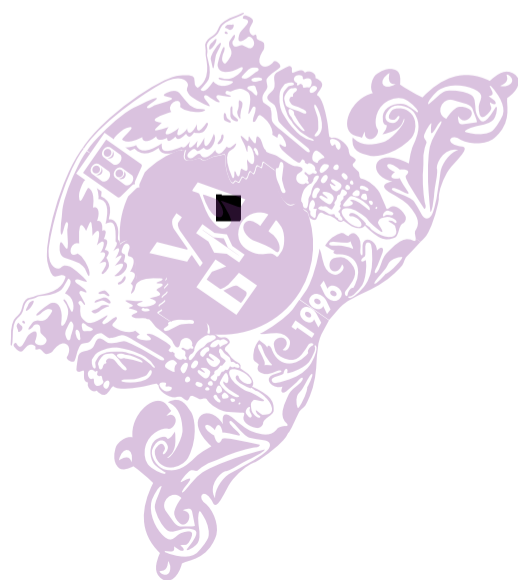
Розрізняють класичні операції “своп” та їх різновиди у вигляді опціонних, валютно-відсоткових “свопів” тощо.

Класичні “свопи” залежно від послідовності виконаних операцій “spot” і “форвард” поділяють на репорт і депорт.

Репорт – це продаж валюти на умовах “spot” і одночасна купівля на умовах “форвард”.

Депорт – купівля валюти на умовах “spot” і одночасна її продаж на умовах “форвард”.

Операція, коли купівля (продаж) валюти здійснюються на основі двох угод за курсом “аутрайт”, називається “форвард-форвард”, або “форвардний



воп”.

У разі укладення угоди “своп” дата виконання ближчої угоди називається датою валютування, а дата виконання зворотної угоди, віддаленої в часі, – датою завершення “свопу”.

При операції депорт стандартний запис “свопу” може бути таким:

6M USD/UAH b/s swap. Це означає, що на умовах “spot” куплено певну суму американських доларів за гривні та продано таку ж суму доларів за гривні за курсом “аутрайт” з датою завершення “свопу” через 6 місяців (b/s – buy and sell – купив/продав).

При операції репорт (продав/купив – sell and buy – s/b) запис буде таким:

6M USD/UAH s/b swap, тобто продано певну суму доларів за курсом “spot” і куплено таку ж суму за курсом “аутрайт” з поставкою через 6 місяців.

Залежно від термінів укладення угоди “свопи” поділяють на:

- звичайні (операції репорту і депорту);
- тижневі “свопи” s/w (spot-week swap), коли перша угода виконується на умовах “spot”, а друга – на умовах тижневого “форварду”;
- одноденні “свопи” t/n (tomorrow-next swap), коли перша операція здійснюється з датою валютування “завтра”, а зворотна – на умовах “spot”;
- форвардні (“форвард-форвард”).

Світова практика знає багато способів хеджування валютних ризиків за допомогою операцій “своп”. У найпростішому випадку ця угода організується при участі двох фірм, що займаються міжнародною торгівлею, та комерційного банку (своп-дилера).

Припустимо, що японська компанія займається експортом у США, а для придбання оборотних засобів користується кредитами японських банків. Однак для японської компанії більш вигідним є одержання кредиту в



американських доларах, щоб у такий спосіб застрахувати себе від частини валютних ризиків, тим більше, що постійні доходи у валюті дозволяють фірмі повертати кредит відразу, не несучи втрати на конвертацію.

Припустимо, що японська фірма є невідомою на американському ринку позичкового капіталу, тому доступ до відносно дешевих кредитів для неї закритий. Крім того, діяти на незнайомому для фірми ринку в чужій країні досить складно. Одним зі способів, що може допомогти японській компанії одержати доларовий кредит, є участь у валютному “свопу”.

Японська фірма може обміняти свої борги в єнах на доларові борги американської фірми, тобто виконується та умова структурування боргу для японської компанії, що влаштовує її якнайкраще.

Своп-дилери влаштовують більшість свопів за принципом «сліпого базису». Це означає, що фірми, що обмінялися своїми боргами, можуть не знати про існування один одного. У даній ситуації для учасників угоди ризик невиконання партнером своїх зобов'язань мінімальний.

Комерційний банк, що виступає своп-дилером є професіоналом на ринку кредитів. Він не тільки працює з надійними партнерами, але і, обслуговуючи велику кількість клієнтів, має можливість найбільш раціонально поєднати різнонаправлені грошові потоки.

Використання валютних “свопів” на світових фінансових ринках останнім часом значно зросло. На цьому сегменті ринку домінують транснаціональні банки, які виступають посередниками під час здійснення угод. Найчастіше валютні “свопи” укладаються на американський і канадський долари, швейцарський франк, євро, японську єну та англійський фунт стерлінгів. При цьому одна зі сторін, як правило, представлена американським долларом, але останнім часом дедалі ширше використовують комбінації єна–євро, єна–швейцарський франк та ін.

Необхідність забезпечення надійних методів хеджування валютних ризиків сприяє пошукові й виникненню нових видів “свопів”, які поєднують



у собі форвардні, ф'ючерсні та опціонні угоди [187, 91].

На жаль, ринок валютних деривативів (в першу чергу ф'ючерсів і опціонів) в Україні після серпневої кризи 1998 р. практично перестав функціонувати і, як наслідок, інструменти цього ринку на сьогодні не можуть використовуватися для хеджування валютного ризику. Крім того, Постановою Правління НБУ “Зміни до правил здійснення операцій на міжбанківському валютному ринку України” від 17.11.2000 № 452 “...забороняється проведення операцій на умовах “форвард” а також операцій з валютними деривативами (ф'ючерс, опціон тощо) на внутрішньому валютному ринку України”.

Висновки до розділу 1.

Вдосконалення валютного ринку, розвиток його міжбанківського сектора, зростання обсягів експортно-імпортних операцій, розширення на українському ринку діяльності нерезидентів, збільшення обсягів іноземного інвестування досить гостро поставили проблеми підвищення рівня ризику операцій з іноземною валютою.

Проблема валютного ризику в економічній теорії та практиці вперше постала наприкінці 70-х років ХХ століття, після підписання країнами-членами Міжнародного валютного фонду Ямайської (Кінгстонської) угоди (Кінгстон, Ямайка, 1976 р.). У відповідності з основними принципами цієї валютної системи було офіційно проголошено повну демонетизацію золота, скасовано його офіційну ціну і золотий паритет; введено міжнародну розрахункову одиницю SDR (спеціальні права запозичення), яка мала стати основою визначення обмінних курсів національних валют; і, головне, введено режим вільного курсоутворення на базі «плаваючих» валютних курсів – флоатинг.



Найбільшої гостроти проблема валютного ризику набула у 80-90-х рр. минулого сторіччя і залишається актуальною на перспективу. Це, перш за все, пов'язано з різким зростанням обсягів міжнародних торговельних і фінансових операцій, непрогнозованими коливаннями валютних курсів, зростанням обсягів валютних спекуляцій, що спричиняє різке збільшення залежності кінцевих фінансових результатів діяльності підприємств і фінансово-кредитних установ від валютного ризику.

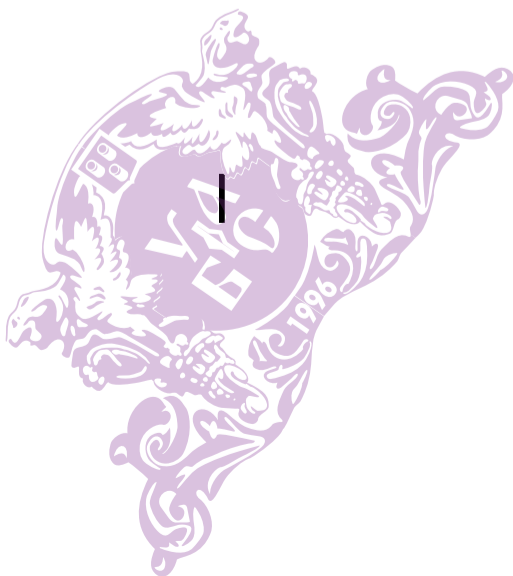
Валютний ризик – це ймовірність грошових утрат або недоодержання прибутку суб'єктів валютного ринку в порівнянні з запланованими значеннями в результаті несприятливої зміни значення валютного курсу.

З суто економічної точки зору такий ризик є наслідком незбалансованості активів і пасивів щодо кожної з валют за термінами і сумами. Головним чинником виникнення валютних ризиків є коротко- та довгострокові коливання обмінних курсів, що залежать від попиту й пропозиції валюти на національних і міжнародних валютних ринках.

У світовій практиці ризик, пов'язаний з виникненням потенційних збитків, визначають терміном «експозиція». Коли мова йде про певний фінансовий ризик, то кажуть, що підприємство (установа) наражається на експозицію, а відносно валютного ризику вживається термін «валютна експозиція». З погляду практики виникнення валютного ризику пов'язано зі станом валютної позиції, тобто співвідношенням між вимогами та зобов'язаннями у іноземній валюті.

За характером і місцем виникнення валютні ризики поділяють на ризики щодо країни, які складаються з політичних ризиків та ризиків валютного контролю, та валютно-курсіві ризики, що включають до свого складу операційні (транзакційні), трансляційні (бухгалтерські) та валютно-економічні ризики.

Управління валютним ризиком передбачає проведення його детального аналізу, оцінку можливих наслідків та вибір відповідних методів стра-



хування. Оцінка ризику передбачає визначення тривалості періоду ризику, суми коштів, що знаходяться під ризиком, та обсягу збитків за відповідними зобов'язаннями, що можуть виникнути в майбутньому. Тому передбачення валютних ризиків посідає чільне місце у стратегії планування діяльності підприємства чи фінансово-кредитної установи і є запорукою підвищення ефективності їхньої основної діяльності.

Управління валютним ризиком базується на виборі відповідної стратегії менеджменту ризику, що містить у собі такі основні елементи:

- використання всіх можливих засобів уникнення ризику, який призводить до значних збитків;
- контроль ризику та мінімізація сум імовірних збитків, якщо немає можливості уникнути його повністю;
- страхування валютного ризику в разі неможливості його уникнення.

У світовій практиці управління валютними ризиками за допомогою використання фінансових інструментів називають хеджуванням (hedging). Головна мета використання відповідних методів хеджування полягає в тому, щоб здійснити валютно-обмінні операції своєчасно – ще до того, як відбудеться небажана зміна курсів, або ж компенсувати збитки від такої зміни за рахунок паралельних операцій з валютою, курс якої змінюється в протилежному напрямку.

Хеджування зменшує валютний ризик. Однак зменшення ризику не означає збільшення вартості чи зростання рентабельності компанії. Тому приймати рішення про хеджування валютних ризиків потрібно тільки в рамках загальної стратегії управління ризиками, виходячи зі ступеня участі підприємства в міжнародній торгівлі.

У цілому валютний ризик повинен бути ідентифікований та оцінений, необхідно визначити ступінь його впливу на фінансові результати діяльності компанії. Лише після цього можна з'ясувати питання про те, чи необхідно



страхувати компанію від негативних впливів коливань курсів і яким чином це зробити.

У світовій теорії та практиці існує досить велика кількість різних методів хеджування валютних ризиків, основними серед яких можна назвати:

- структурне збалансування активів, пасивів, кредиторської та дебіторської заборгованості;
- стратегія випереджень та запізнювань (стратегія “leads&lags”);
- угода про поділ ризиків;
- кредитування та інвестування в іноземній валюті;
- структурування зустрічних валютних потоків;
- паралельні позички;
- валютні застереження;
- валютні “подушки”;
- створення реінвойсингових центрів;
- операції з валютними деривативами, у т.ч.:
 - валютні операції “форвард”;
 - операції “своп”;
 - опціонні угоди;
 - валютні ф’ючерсні контракти;
- дисконтування вимог в іноземній валюті (форфейтинг);
- самострахування та інші.

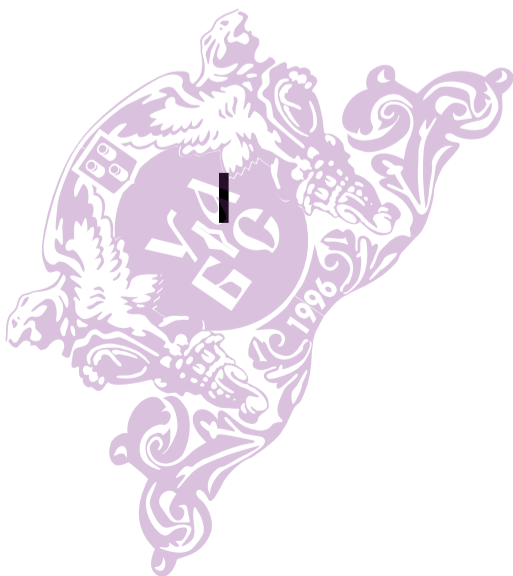
В економічній практиці вказані методи досить часто переплітаються між собою, а окремі фінансово-кредитні установи використовують, як правило, не один, а водночас кілька методів. При цьому деякі стратегії використовуються переважно за короткострокового хеджування, а інші – за довгострокового.

Західні компанії вже давно оцінили важливість уміння оцінювати величину валютного ризику і управляти ним. У будь-якій крупній іноземній компанії є менеджер з хеджування валютного ризику. Більш того, управління



валютним ризиком є невід'ємною частиною стратегічної діяльності компанії, і в організаційній структурі кожної фірми існує підрозділ, який систематично займається аналізом валютного ризику та розробляє механізми з його хеджування.

Вітчизняні підприємства, що не мають достатнього досвіду роботи на зовнішньому ринку, досить часто тільки на своїх помилках починають розуміти важливість урахування у повсякденній діяльності, тим більше, у перспективі динаміки валютного курсу. Необхідно чітко уявляти те, що конкурентоздатність компанії на світовому ринку потребує від неї якісно нового підходу до фінансового аналізу діяльності, змушуючи приймати міжнародні стандарти і правила гри. Тому фінансовий менеджер будь-якої компанії рано чи пізно зіткнеться з проблемою хеджування фінансових ризиків, у тому числі і валютних. Деякі українські компанії вже активно розглядають це питання. Але, в цілому, в Україні проблемам управління валютними ризиками не приділяється належної уваги.



РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ ВАЛЮТНИХ РИЗИКІВ ПІДПРИЄМСТВ- ЕКСПОРТЕРІВ

2.1. Особливості організації фінансово-економічної роботи у сфері зовнішньоекономічної діяльності підприємств-експортерів металургійної продукції

Зовнішня торгівля і, зокрема, експорт мають для економіки України винятково важливе значення. Так наприклад, якщо у США та Японії експортні надходження займають всього 10% у структурі валового внутрішнього продукту, у Франції та Польщі - майже 20%, то в Україні у 2002 р. частка експорту товарів у ВВП становила 32% і послуг - майже 10 %.

Географічна структура експорту товарів з України за період 1996-2002 рр. наведена у табл. 2.1, а послуг у табл. 2.2.

Таблиця 2.1

Географічна структура експорту товарів за період 1996-2002 рр.,
млн. дол. США

	Період, роки						
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
1	2	3	4	5	6	7	8
Усього	14400,8	14231,9	12637,4	11581,6	14572,5	16264,7	17957,1
Країни СНД	7405,2	5585,7	4202,3	3252,2	4497,5	4675,4	4377,4
Інші країни світу	6995,6	8646,2	8435,1	8329,4	10075,0	11589,3	13579,7
Європа	3456,9	3675,3	3993,0	3790,2	4680,2	5720,9	6515,8
Країни ЄС	1596,4	1757,1	2119,3	2118,6	2354,4	2976,5	3530,0
Азія	2711,0	3829,2	2997,0	3183,8	3437,9	3970,2	5067,7



продовження табл. 2.1

1	2	3	4	5	6	7	8
Африка	209,3	472,4	562,0	617,1	731,5	877,0	1055,2
Америка	598,3	652,5	865,4	692,4	1217,5	1011,9	936,9
Австралія і Океанія	20,1	16,8	17,4	45,1	7,0	7,4	4,1
Невизначені країни	-	-	0,3	-	-	-	-

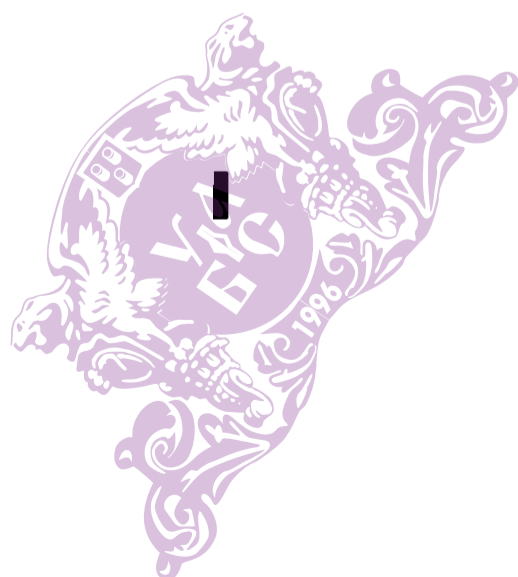
Таким чином, значення зовнішньої торгівлі, яка лишається чи не єдиним важелем оперативного виведення української економіки із тривалої кризи, важко переоцінити.

Таблиця 2.2

Географічна структура експорту послуг за період 1996-2002 рр.,

млн. дол. США

	Період, роки						
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
1	2	3	4	5	6	7	8
Усього	4746,6	4738,4	3819,8	3613,9	3486,8	3544,4	4055,3
Країни СНД	3476,7	3333,3	2351,7	2250,8	2141,4	2151,9	2430,1
Інші країни світу	1269,9	1405,1	1468,1	1363,1	1345,4	1392,5	1625,2
Європа	660,6	832,5	856,3	781,9	778,2	806,5	984,5
Країни ЄС	438,0	530,2	577,3	531,2	522,1	549,5	657,5
Азія	240,7	298,5	286,4	281,4	262,4	265,1	260,2
Африка	29,5	32,0	48,1	38,5	28,4	35,2	36,2
Америка	131,0	198,8	216,5	169,0	186,3	177,2	215,3



продовження табл. 2.2

1	2	3	4	5	6	7	8
Австралія і Океанія	3,5	2,2	2,2	2,5	1,5	1,8	6,0
Невизначені країни	204,6	41,1	58,6	89,8	88,6	106,7	123,0

Основною тенденцією, яку було виявлено в процесі проведення аналізу, є зниження вартості експорту до країн СНД:

- товарів на 40,9% (з 7405,2 млн. дол. США у 1996 р. до 4377 млн. американських доларів у 2002 р.);
- послуг на 30,1% (з 3476,7 млн. дол. США у 1996 р. до 2430,1 млн. американських доларів у 2002 р.).

У той же час зросла питома вага експорту до країн далекого зарубіжжя:

- товарів (з 48,6% у 1996 р. до 75,6% у 2002 р.);
- послуг (з 26,6% у 1996 р. до 40,1% у 2002 р.).

Як показав проведений у ході дослідження модельний аналіз, динаміка експорту українських товарів та послуг останніми роками визначалася сьома основними факторами.

Найбільш впливовий - це рівень сумарного виробництва промислової продукції в країнах-імпортерах української продукції. Він забезпечує 54% сумарного приросту українського експорту. Збільшення виробництва в Україні промислової, сільськогосподарської та будівельної продукції - 19%; зростання середнього індексу експортних цін по країнах-імпортерах - 14%; зниження індексу роздрібних цін по Україні - 5%; зниження тарифів у країнах далекого зарубіжжя - 4%; збільшення прямих іноземних інвестицій - 2,3%; підвищення валютного курсу - 1,2%.

Такі показники є природними, бо 80-93% українського експорту останніх років у ці країни складають товари саме виробничого призначення, і тільки 7-20% - товари кінцевого споживання.



Привертає увагу та обставина, що попит на ринках країн далекого зарубіжжя майже втричі сильніше впливає на зміни обсягів українського товарного експорту в ці країни, ніж національне виробництво. Аналогічні дослідження торгівлі між високорозвиненими країнами показують, що там сила впливу першого фактора перевищує силу другого тільки на декілька відсотків. Отже, виявлена українська аномалія свідчить про те, що пасивна позиція влади України щодо розробки стратегії розвитку конкурентоспроможного експортоорієнтованого національного виробництва вже дала свої негативні плоди.

Отже, останніми роками майже всі чинники (крім валютного курсу), які визначали зростання експорту українських товарів, мають зовнішнє походження, а фактори вітчизняного походження викликали лише зменшення експорту. На нашу думку, для збільшення українського експорту необхідно:

1. Розвивати конкурентоспроможне експортне виробництво.
2. Стримувати інфляцію.
3. Залучати більше іноземних інвестицій, які водночас дуже сильно впливають і на успішне вирішення першого завдання.
4. Поступово девальвувати гривню.

Найбільш важливим аспектом реформування економіки ми вважаємо переведення "тіньової" економіки та її зв'язків з корумпованими колами державного управління до легальних цивілізованих інституцій. Доки існує інституційна можливість отримувати ренту від розпорядження державним, колективним, корпоративним майном, зусилля багатьох управлінців будуть спрямовані не на підвищення ефективності використання цього майна в загальнодержавних інтересах, а на збільшення розміру ренти.

Необхідною, хоч і не достатньою, умовою розвитку як експортного, так і зорієнтованого на внутрішній ринок виробництва є зменшення податкового тиску. Розрахунки доводять, що особливо великий вплив на ціну має податок



прибуток підприємств. Тут можна досягти певного компромісу між державним інтересом держави та її інтересом у розвитку своїх підприємств, який збігається з інтересом самих підприємств. Ця акція, на нашу думку, позитивно вплине на різні аспекти економіки: полегшить становище підприємств, зробить не вигідним ухилення від податків, стимулюватиме перехід підприємств із "тіньового" сектора у легальний, дозволить підприємствам збільшити доходи, спочатку збереже мінімальний розмір, а потім, внаслідок здійснення останніх трьох заходів, значно підвищить надходження коштів у бюджет. Все сказане в рівній мірі стосується і ПДВ. Сподіваємося, що під таку рішучу, дієву і перспективну реформу міжнародні фінансові організації можуть надати Урядові України фінансову допомогу на підтримку державного бюджету у ці перші роки.

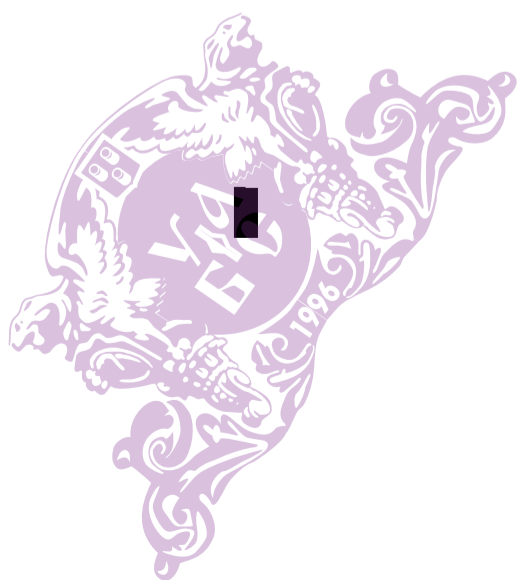
Необхідно створити більш привабливу ситуацію для прямих іноземних інвестицій (табл. 2.3.) Крім забезпечення політичної та економічної стабільності, основним фактором залучення інвестицій є також зменшення податкового тиску. Ефективність зниження податків у залученні іноземних інвестицій не тільки доведена теоретично, а й практично підтверджена досвідом, зокрема країн з перехідною економікою, наприклад, Чехії.

Таблиця 2.3

Прямі іноземні інвестиції в Україну

	На початок року							
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Прямі іноземні інвестиції в Україну, млн. доларів США	483,5	896,9	1438,2	2063,6	2810,7	3281,8	3875,0	4406,2

Іншою нагальною умовою розвитку реального сектора України є зменшення умов для переливу у нього грошей із фінансового сектора. Для цього процентні ставки мають бути знижені нижче рівня рентабельності виробництва.



Важливо зауважити, що ці заходи мають здійснюватися всі разом (інакше відсутність одного зведе нанівець успіхи від інших), і водночас суперечать один одному. Наприклад, з одного боку, девальвація зміцнює дієву конкурентоспроможність вітчизняних товарів як на зовнішніх, так і на внутрішніх ринках, тобто сприяє збільшенню експорту і зменшенню імпорту тим самим поліпшує традиційно негативний платіжний баланс України. З іншого боку, вона зменшує обігові кошти підприємств, підвищує інфляційні очікування і тим самим негативно впливає на розвиток виробництва й залучення іноземних інвестицій.

Зважаючи на "квалітет" приватного сектора виробництва та його пригнобленість податковим тягарем і високими ставками рефінансування, не можна сподіватися на те, що він спроможний на швидке і значне збільшення виробництва, тим більш - на докорінне поліпшення якості продукції, що підвищило б її конкурентоспроможність не лише за ціною, а й за поживчими характеристиками. Для цього необхідна розробка державної стратегії розвитку експортоорієнтованого виробництва.

У руслі інтегрування України у систему світового господарства її економіка стає дедалі відкритою внаслідок лібералізації її зовнішньої торгівлі. Але у перехідний період, коли українські товаровиробники не мають ані досвіду, ані капіталу для повноцінної конкуренції на світових ринках, Уряд України має захищати свого товаровиробника. Незважаючи на те, що такий захист декларовано в багатьох законодавчих актах, здійснюється він безсистемно.

Більшість країн світу, в тому числі й високорозвинені, вживають протекціоністські заходи для захисту національної економіки. Серед найкращих вдалих стратегій протекціонізму треба відзначити приклади Японії, Італії та США.

Тарифне регулювання потребує дуже виважених підходів, бо повинно балансувати взаємопротилежні принципи:



- захисту вітчизняного виробника;
- захисту вітчизняного споживача;
- відкритості країни для імпорту з метою інтегрування її у міжнародний поділ праці.

При цьому воно не повинне руйнувати ринкового конкурентного середовища, яке стимулює науково-технічний прогрес і розвиток виробництва. Недостатня підтримка вітчизняних товаровиробників не дає змоги витримати напружену конкуренцію ззовні, а надмірний протекціонізм ставить виробника поза конкуренцією, не стимулює удосконалення та підвищення ефективності виробництва.

Щоб розумно поєднати захист передових вітчизняних виробників із стимулюванням їхніх зусиль щодо науково-технічного вдосконалення власного виробництва, потрібно цей захист поступово послаблювати, причому темпи цього послаблення повинні бути відомими товаровиробникам наперед. Необхідно розрахувати розміри і терміни встановлення ввізного мита на імпортні товари, аналогічні тим, виробництво яких починають розробляти або модернізувати національні виробники. Залежно від складності і капіталоемності кожного виробництва слід установити термін, протягом якого первинна ставка мита буде незмінною, а потім поступово зменшуватиметься до нуля. За термін, коли діятиме постійне мито, товаровиробник матиме можливість повернути кредити з процентами за його використання, а за термін зменшення мита - отримати прибуток, достатній для оплати його підприємницького ризику і витрат праці.

Паралельно держава повинна дбати про підвищення конкурентоспроможності національної продукції до світового рівня. Це необхідно здійснювати як за рахунок модернізації виробництва і підвищення якості продукції, так і за рахунок зниження ціни. Для просування першим шляхом держава повинна вкладати великі кошти в науку, розробку нових технологій, матеріалів, конструкцій, як це робили уряди нині розвинених



аїн, коли вони перебували на етапі становлення, і роблять це і тепер. Для підтримки експортерів доцільно звільнити виробників експортної та імпортозамінюючої продукції від мита на імпортовані засоби виробництва, створити умови для вільної купівлі ними необхідної валюти та для швидкого переказу її за кордон на придбання імпортних засобів виробництва.

Дещо в цьому плані вже зроблено. Наприклад, зменшено ставки ввізного мита на десятки видів сировинних ресурсів для потреб хімічної промисловості, феросплави і продукцію, яка не виробляється в Україні, або виробляється в незначних обсягах. Слід також створити державну маркетингову службу з метою вивчення зовнішніх ринків, умов торгівлі, митних процедур, іноземних стандартів на продукцію та забезпечити вітчизняним експортерам вільний доступ до цієї інформації. Виробникам експортної та імпортозамінюючої продукції необхідно надавати грошові й товарні кредити на пільгових умовах.

І, нарешті, в умовах перехідного періоду, коли психологія державних службовців ще близька до адміністрування і далека від думок про захист приватного підприємництва, слід запровадити максимальну прозорість державної політики, щоб заходи щодо підтримки розвитку експорту не стали новими.

Однією з пріоритетних галузей української промисловості є металургія. До складу металургійного комплексу входять більше 400 підприємств чорної і кольорової металургії.

Чорна металургія відноситься до базових галузей. Її частка в промисловості України складає:

- виробництво товарної продукції - 24%;
- основні фонди - 13%;
- чисельність працівників - 6,5%;
- споживання енергії - 15,6%;
- витрати палива – 4,2%.



Чорна металургія містить у собі підприємства по видобутку і багаченню руди, виробництву чорних металів, труб і металовиробів, електроферросплавів, вторинній обробці чорних металів тощо (рис. 2.1).

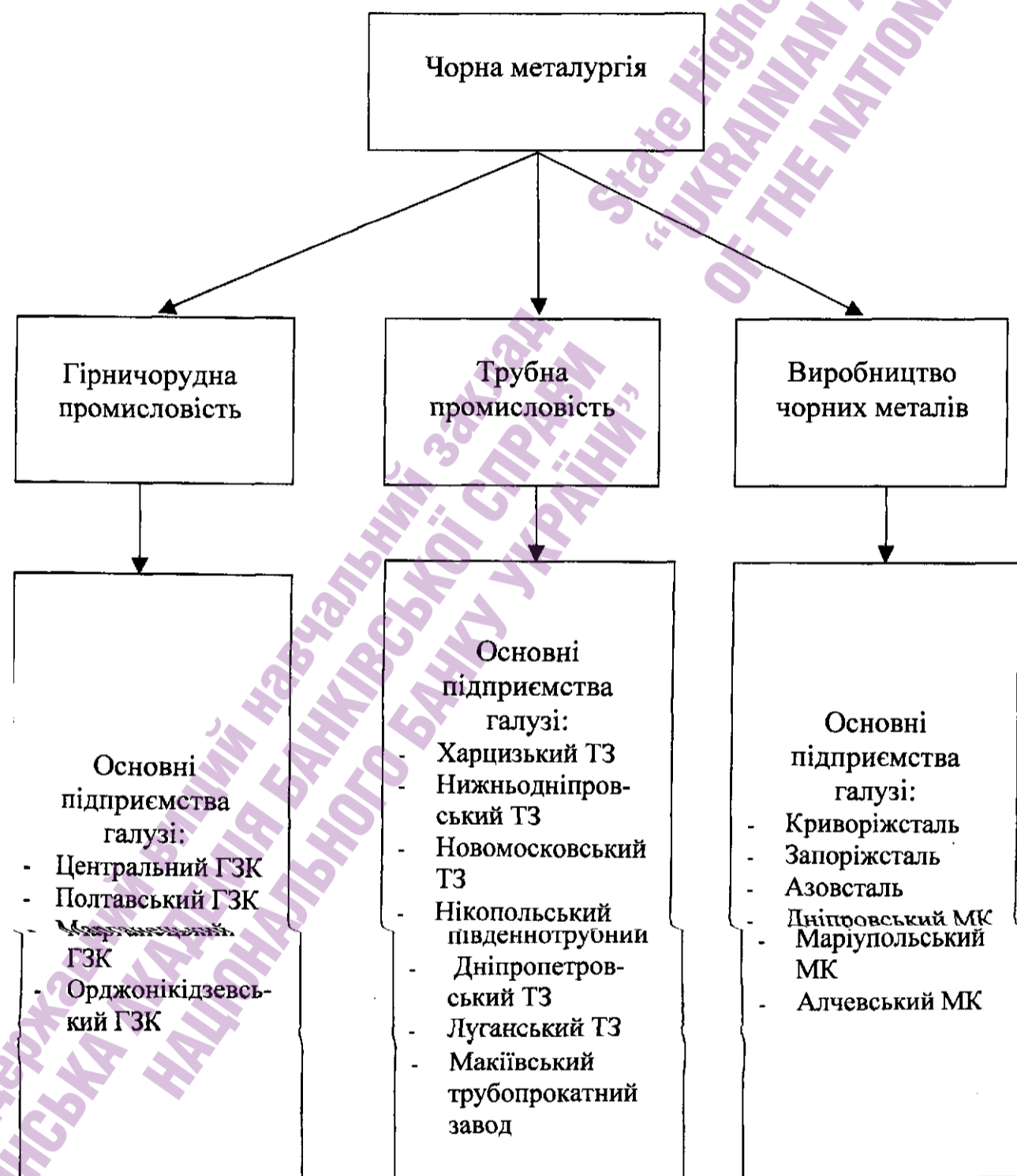


Рис.2.1. Структура галузі чорної металургії



По виробництву продукції чорної металургії Україна займає п'яте місце у світі після Японії, США, Китаю і Росії, при цьому випереджаючи такі високорозвинені країни, як Німеччина, Італія та Франція. Металургійний комплекс України займає важливе місце серед країн СНД. Його питома вага в загальному обсязі виробництва складає:

- залізної руди - 50%;
- марганцевої руди - 75%;
- коксу - 44%;
- чавуна - 43%;
- стали - 36%;
- прокату - 35%.

Промисловість забезпечена власною сировинною базою. По видобутку залізної руди Україна займає п'яте місце у світі після Китаю, Бразилії, Росії, Австралії. Україна має порядку 30% світового видобутку марганцевої руди. Сталепродукція, що випускається в Україні, відповідає міжнародним стандартам, а по окремих її видах має міжнародну сертифікацію.

Крім того, і це є особливо важливим, металургійна галузь має досить великий експортний потенціал. В даний час експортується порядку 90% виготовленої продукції. Підприємства галузі поставляють на світовий ринок:

- залізну руду;
- феросплави;
- чавун;
- прокатну заготовлю;
- ряд видів прокату (труби, лист, арматуру, осі, рейки, сорт і ін.) (табл. 2.4).

Ця стратегічна галузь забезпечує 47% всіх валютних надходжень України, а в структурі ВВП займає приблизно 25-27%. Такі результати діяльності обумовлені тією виробничою спадщиною, яка залишилась Україні після розпаду СРСР.



Таблиця 2.4

Експорт основних видів металопродукції з України за 2002 рік

Назва продукції	2002 р., тис. т	2002/2001, %	Структура, %	2002 р., тис. USD	2002/2001, %	Структура, %
Арматура	2779,0	24,1	12,0	627003	46,1	16,1
Плоский прокат	4378,0	20,5	19,0	709592	1,2	18,2
Катанка	1332,0	-0,7	5,8	232584	-4,4	6,0
Брухт чорних металів	3741,0	-0,6	16,2	266752	-15,8	6,9
Полуфабрикати	6952,0	4,1	30,0	1033108	3,8	26,5
Прокат з легованої сталі	413,0	9,9	1,8	197203	63,1	5,1
7. Інша металопродукція	116,0	-18,4	0,5	34085	-13,1	0,9
8. Інший плоский прокат	308,0	46,8	1,3	88367	23,4	2,3
9. Сортовий прокат	803,0	55	3,5	145696	49,9	3,7
10. Феросплави	729,0	21,4	3,2	296534	17,5	7,6
11. Х/к плоский прокат	896,0	-9,1	3,9	196104	-21,8	5,0
12. Чавун	640,0	-50,7	2,8	65730	-55,0	1,7
Разом	23087,0	6,0	100,0	3892758	6,2	100,0

Основними країнами-імпортерами української металопродукції виступають:

- Країни Центральної та Південно-Східної Азії, у т.ч.:



- Китай;
- Південна Корея;
- Тайвань;
- В'єтнам;
- Йорданія;
- Індонезія;

Турція;

Сполучені Штати Америки;

Росія;

Країни Африки та Балтії.

Прагненням забезпечити максимально сприятливі умови для розвитку технічного переозброєння галузі й було продиктоване рішення про початок в липня 1999 р. широкомасштабного податкового експерименту, який охоплював 67 підприємств гірничо-металургійного комплексу (ГМК). Було знижено (до 9%) ставки податку на прибуток, списано пені та штрафи, нараховані за невчасну сплату податків, зборів та інших обов'язкових платежів, запроваджено відстрочки зі сплати податків, інші пільги.

Завдяки експерименту в 1999-2000 рр. помітно збільшилися оборотні кошти підприємств гірничо-металургійного комплексу. За даними Мінпромполітики, якщо дефіцит оборотних коштів до кінця третього кварталу 1999 р. ще становив 4,77 млрд. грн., до кінця 2000 року він знизився до 0,2-0,3 млрд. грн. Витрати на 1 грн. виручки від реалізації знизилися з 1,01 до 0,83 грн., рентабельність продажу зросла з 1 до 18,3%. Учасники експерименту виробили 2000 р. товарної продукції в діючих цінах на 53,6% й удержали чистого доходу від реалізації на 57,2% більше, ніж 1999 р. Істотно знизилися обсяги бартерних операцій (із 48 до 11%), збільшилися платежі до бюджетів всіх рівнів і до Пенсійного фонду. Перехід до прибуткової роботи істотно поліпшив поточні розрахунки підприємств за енергоносії й сировину. Заборгованість по заробітній платі зменшилася в 1,9 разу. Чисельність



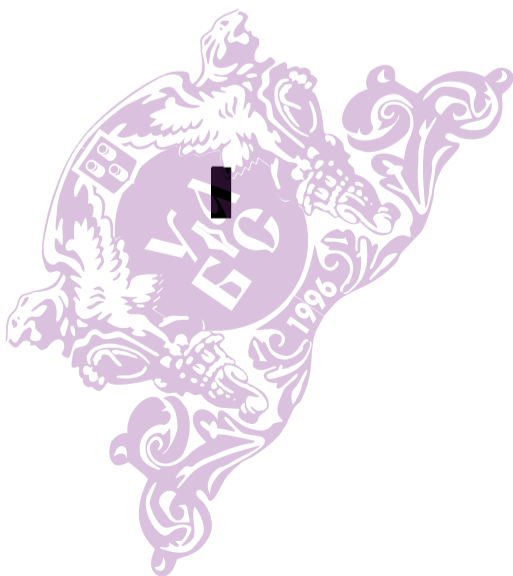
рацюючих на підприємствах-учасниках експерименту за 2000 р. збільшилася на 12 тис. чол., а середня заробітна плата - на 28,2%.

Водночас, усіх проблем галузі експеримент, природно, не вирішив. Проба створення «податкового раю» в умовах фіскальної економіки з обмеженим внутрішнім попитом постійно наштовхувалася на обмеження, зумовлені макроекономічною ситуацією. Зокрема, як і раніше, недоступними залишилися кредитні ресурси. Фінансове оздоровлення ММ дозволило підприємствам збільшити обсяг капітальних вкладень із 1,6 млрд. грн. у 1999 р. до 2,35 млрд. грн. у 2000 р. Але при цьому понад 90% цих вкладень становили власні кошти підприємств, тоді як частка банківського позикового капіталу - лише 2-3%. Тому капіталовкладення так і не змогли «наздогнати» темпи зносу виробничих галузей, які щорічно порівнюють майже 3,3 млрд. грн.

На початок 2002 р. середній знос виробничих потужностей у галузі досяг 63% і продовжував збільшуватися. Моральне старіння галузі відбувається ще більш швидкими темпами.

Далася взнаки й платіжна криза. Якщо кредиторська заборгованість галузі в 2002 р. зросла незначною мірою - з 12,8 до 13 млрд. грн. (на 0,2 млрд. грн.), дебіторська - на 2,3 млрд. (з 5,8 до 8,1 млрд. грн.). Ця розбіжність стала наслідком низької, як і раніш, платоспроможності підприємств-партнерів ММ і фіксує фактичний відтік коштів із галузі.

Слабкість платоспроможного попиту на продукцію галузі в середині вісімдесятих вдало компенсувало поліпшення зовнішньоекономічної кон'юнктури зростання попиту на українську металургійну продукцію на зовнішніх ринках. У 2000-2001 рр. на експорт було направлено приблизно 70% продукції галузі. Це становило 40% усього українського експорту. З 3 млрд. дол. США збільшення експорту 1,4 млрд. отримали за рахунок приросту експорту металургійної продукції.



На жаль, попри створені «тепличі» умови, ГМК не став привабливим для іноземних інвесторів. У чорну й кольорову металургію, яка дає разом 27-28% ВВП, останнім часом направляється приблизно 4% загального обсягу іноземних інвестицій. До того ж останні концентруються в окремих регіонах (більш ніж половина всіх інвестицій, що надійшли на металургійні комбінати, - понад 5 млрд. дол. США - це інвестиції у виробництво підприємств Донецької області). У цілому, за розрахунками фахівців, чорна й кольорова металургія потребує приблизно 7 млрд. дол. іноземних інвестицій.

До того ж розпочаті під час експерименту стимулюючі заходи безпідставно розцінено на світових ринках як приховані форми субсидування. Це стало підставою для розгортання серії антидемпінгових розслідувань проти українських металургів у різних країнах світу.

Експеримент у ГМК, по суті, загнав український уряд у глухий кут. З одного боку, він дозволив за рахунок зменшення витрат виробників забезпечити збільшення обсягів виробництва в галузі й експансію на зовнішніх ринках. До того ж, як показує зростання споживання металопродукції на внутрішньому ринку, розвиток галузі став одним із чинників розвитку інших галузей, а також розгортання інвестиційних процесів. Скасування наданих пільг, особливо на тлі нинішнього, важкого становища металургів на зовнішніх ринках, не може не спричинити зростання цін на металургійну продукцію. У результаті неминуче зниження конкурентноздатності на зовнішніх ринках, зменшення доходів виробників, зростання витрат вітчизняних споживачів металу, подорожчання інвестиційних проектів і колапс галузі з невтішними далекосяжними наслідками для динаміки ВВП, грошово-валютної стабільності, соціальної ситуації в країні.

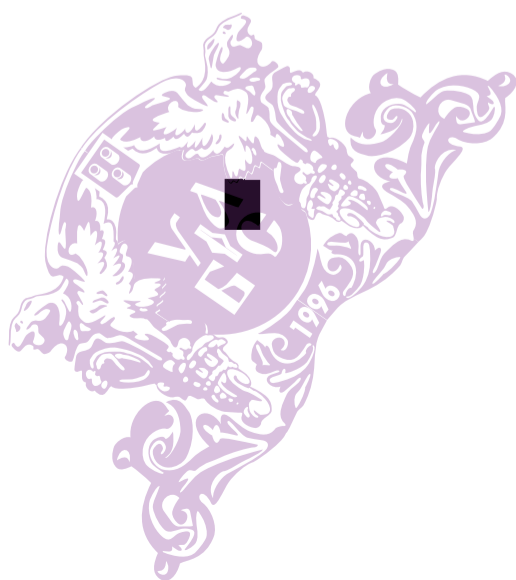
З іншого боку, з продовженням експерименту не сумісний ані вступ до СОТ, ані припинення антидемпінгових санкцій проти українського металу.



Підсумком наведених вище міркувань стало прийняття Верховною Радою в січні 2002 р. Закону України «Про подальший розвиток гірничо-металургійного комплексу». У цілому зміст закону навряд чи влаштував металургів. Продовження дії пільгової податкової ставки не передбачено. Одночасно різко посилюються вимоги щодо спрямування отримуваних галуззю коштів на технічне й технологічне оновлення, а також на програми енергозбереження гірничо-металургійних підприємств. 50% нарахованого податку на прибуток зараховуватимуться на окремий спеціальний рахунок у Держскарбниці з подальшим направленням цих коштів на реалізацію інвестиційних проектів. Порядок використання таких коштів затверджуватиметься Кабінетом міністрів України, а їхню «персоніфікацію» не передбачено, тому не виключено перекачування коштів від успішно працюючих підприємств до аутсайдерів, або навіть підприємствам, які закриваються. Крім того, 70% коштів, нарахованих як збір за забруднення навколишнього природного середовища, які сплачують підприємства ГМК, передбачається використовувати на виконання природоохоронних заходів. При цьому передбачається штраф за нецільове використання цих коштів у розмірі 100% із додатковим нарахуванням пені в розмірі 120% облікової ставки Національного банку України.

Таким чином, говорити про продовження експерименту в ГМК практично не доводиться. Цілеспрямований перерозподіл отримуваних галуззю надприбутків на її структурну перебудову вельми доцільний, але робити його слід було тоді, коли ці надприбутки мали місце (нагадаємо, за умовами експерименту суми податкових пільг надходили на поповнення оборотних коштів підприємств). Ухвалений закон не розв'язує проблем поточного виживання галузі, яка останнім часом опинилася в складному становищі.

Реалізація довгострокових планів структурної перебудови галузі, якій, за задумом, має сприяти ухвалений закон, також викликає серйозні сумніви.

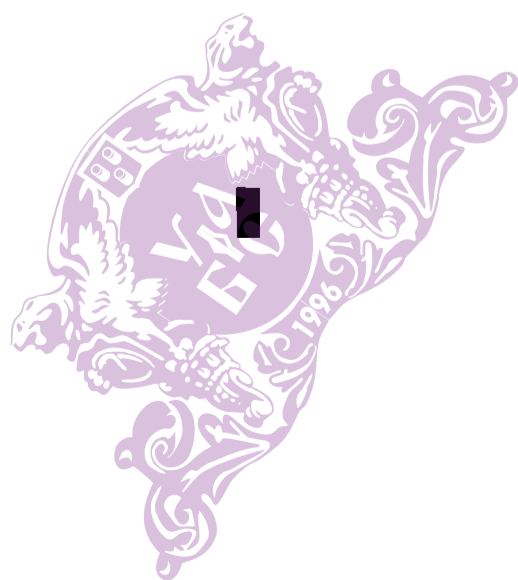


По-перше, експерти очікують продовження погіршення кон'юнктури на зовнішніх ринках металу. Це аж ніяк не сприятиме збільшенню експорту сталопродукції, особливо через те, що фактичний рівень оподаткування підприємств ГМК зростає. Отже, надходження до інвестиційного спецфонду будуть досить скромними.

По-друге, подібним чином впливатиме ймовірно погіршення умов для ведення бізнесу всередині країни. Крім уже згаданого посилення фіскального тиску, слід очікувати дуже повільного збільшення внутрішнього попиту на продукцію галузі, збільшення витрат унаслідок підвищення тарифів на електроенергію, збереження (а можливо, й підвищення) ціни кредитних ресурсів, жорсткості монетарної політики, що призведе до загострення платіжної кризи.

По-третє, потреба галузі в інвестиціях настільки висока, що покриття її в умовах загального зниження темпів зростання й величини прибутку малоймовірно. До того ж не можна забувати: специфіка галузі диктує дуже високу вартість окремих інвестиційних проектів. Довгострокові кредитні ресурси будуть, як і раніше, малодоступні, навряд чи слід очікувати й помітного припливу іноземних інвестицій в умовах політичної невизначеності першої половини року. Узагалі-то тенденції світового розвитку вимагають кардинального удосконалення технологій виробництва металу й поетапного закриття підприємств, які використовують енергозатратні малоефективні процеси. Величина сум, необхідних для здійснення таких змін, неспіввідносна з нинішніми масштабами української економіки як такої.

По-четверте, ситуація в галузі може стати предметом тиску з боку міжнародних організацій. Металургія явно не належить до галузей, «які зароджуються», стосовно яких правилами СОТ дозволяється застосування захисних заходів. Теоретично схема часткового перерозподілу прибутку



втілюється у світовій практиці, проте форми її реалізації можуть стати виводом для чергових претензій.

Конкурентоспроможність продукції української металургійної промисловості характеризується низькою ціною у порівнянні зі світовою. Цей факт досягається не за допомогою більш ефективного використання виробничих потужностей або більш сучасним способом виробництва, а за допомогою адміністративних методів регулювання поставок сировини на металургійні комбінати. Так, держава обмежує можливості експортерів сировини і примушує постачати її на комбінати. Як уже зазначалося, на першій частині знос основних фондів українських металургійних підприємств склав 65-70%, до 60% сталі в Україні виробляється за старими технологіями. За даними Міжнародного інституту чавуну і сталі (IISI), доля виплавки сталі в мартенівських печах на українських підприємствах до останнього часу залишалася самою високою в світі - 48,1%, в той час, як в Росії цей показник складає 27,8%, в Румунії - 10,5%, в країнах Азії - 3,1%, в країнах Центральної Європи - 2,8%, в світі в цілому - 4,6%, в країнах NAFTA, ЄС, Центральної і Південної Америки, Африки, Близького Сходу - 0%. В той же час в світі зростають обсяги виплавки сталі в електропечах, які потребують приблизно 1100 кг металобрухту при виплавці однієї тони сталі. Можливо, вже в 2010 році металургійні підприємства не зможуть в повному обсязі експлуатувати обладнання, яке вони мають, а проблема його модернізації як ніколи гостра.

Світова практика свідчить, що витрати на модернізацію складають від 30% до 40% первинної вартості основних фондів. Для України це може складати від 6 до 9 млрд. доларів США, які в сучасних умовах виділити нереально. В той же час, за думкою фахівців більш 50% потужностей стабільно незаймані. Спеціалісти Європейського комітету по сталі вважають, що резерв металургійних потужностей в світі вже складає 20% від існуючих. За останній час собівартість виробництва в металургії України в цілому



юсла на 17,8% в зв'язку з зростанням цін на основні матеріальні і енергоресурси (в тому числі на газ - в 1,5 рази, електроенергію – на 15%, на жук на 9%; залізничні тарифи зросли в середньому на 20%).

Крім того, загально відомо, що основною базою металургійної промисловості України є залізорудна сировина Криворізького басейну. Однак в останні роки добуток і виробництво сировини значно скоротилася.

Крім того основним джерелом сировини для металургійних підприємств є металобрухт, а зі зростанням виплавки сталі в світі виникає великий попит на цей товар не тільки зі сторони внутрішніх металургійних підприємств, а й іноземних компаній. Власники металобрухту не бажають надавати товар металургійним підприємствам, які пропонують ціну USD 70 за тону та не дотримуються чіткої платіжної дисципліни коли, наприклад, закупочні ціни сталевиробників Азіатсько-Тихоокеанського регіону USD 110-115 за тону. Крім того, за попередніми підрахунками, потенційний запас металофонду в Україні складає близько 400-450 млн. тонн. При сучасних обсягах внутрішнього споживання металопрокату загальне надлишко потенціалу брухтоутворення буде залишатися від'ємним. До цього слід додати, що щорічно з країни експортується 75% всього виробляемого прокату, що обмежує джерело подальшого брухтоутворення в країні.

Враховуючи стратегічне значення металургійної сировини для України, держава намагається впорядкувати експорт чорних металів та сировини для їх оброблення. З погляду на це, необхідно будувати політику підтримання балансу між внутрішніми потребами і зовнішнім попитом. Також необхідно налагодити процедуру повернення ПДВ при експорті металопродукції, що дозволить покращити фінансовий стан металургійних підприємств з усіма пов'язаними з цього наслідками. За різними оцінками, сума неповернення становить від 600 до 800 млн. грн., які дозволили б підприємствам вирішити проблеми хоча б окремі проблеми.



Отже проаналізуємо можливості та загрози металургійної галузі при приєднанні України до СОТ. Приєднання до Світової Організації Торгівлі означає приєднання і прийняття всіх принципів, які регулюють відносини між країнами членами. При цьому галузі української економіки зіткнуться з проявами чистої конкуренції і ринкової економіки. Тобто, металургійні підприємства повинні будуть купувати сировину за світовими цінами і, в той же час, продавати більш дешеву продукцію на світовому ринку металопродукції. А з цією задачею, на теперішній час, з учасним станом в галузі, не справиться жодне металургійне підприємство України. Крах призведе до цілої низки економічних, політичних і соціальних проблем. Тому, виникає питання про доцільність вступу до СОТ або про реформацію сучасної металургійної системи України.

Вихід з даної ситуації один – необхідно реформувати галузь металургійної промисловості України, пристосувавши її до ринкових умов, конкурентної боротьби. Це можливо через скорочення виробництва на підприємствах, собівартість виготовлення продукції на яких найбільш висока. Цим шляхом зараз йде весь світ, обмежуючи випуск сталі та металопродукції для підтримання світових цін і більш досконалого використання обмежених ресурсів. Саме шляхом реформ треба рухатися для вирішення сучасних проблем розвитку галузі чи економіки в цілому.

Стан в галузі чорної металургії визначається і в подальшому буде залежати від стану всієї економіки України. Окрім вирішення комплексної проблеми зупинки частини потужностей і модернізації залишившихся галузь зможе вижити в конкурентній боротьбі при умові відповідного внутрішнього попиту на її продукцію. Якщо Уряд вбачає приєднання до СОТ вирішенням проблеми з антидемпінговими розслідуваннями і санкціями, то приклади поведінки світових лідерів в виробництві сталі - США, країн ЄС, Китаю, і ряду інших - по відношенню до своїх конкурентів ясно говорять, що членство в СОТ - не панацея від торгових санкцій. Спасіння тут, справа самої

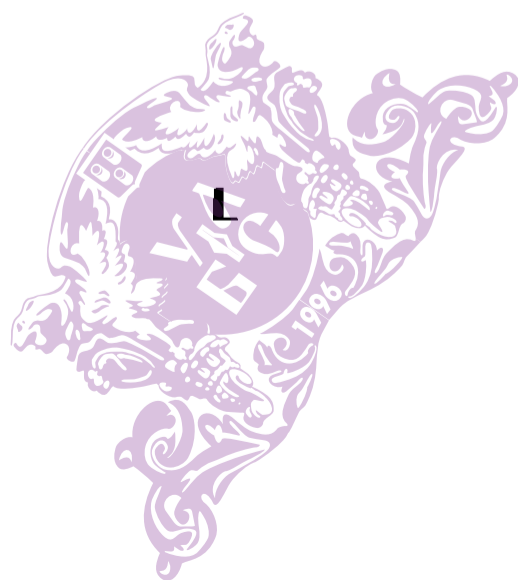


держави: слід активізувати внутрішнє споживання. Приклад Росії, яка знизилася податки для всіх, знизилася транспортні тарифи, скоротила обсяги виплавки сталі й експорту (на 1,8% та 9,5% відповідно), але одночасно збільшує поставки металопродукції на внутрішній ринок, дуже важливий для України. Високий рівень споживання металопродукції дозволить металургійним підприємствам конкурувати з іноземними виробниками за рахунок трансакційних витрат. Але, крім того, експортні можливості українських металургійних підприємств повинні також враховуватись. З цього приводу держава повинна стимулювати експорт металопродукції через валагодження дисципліни повернення ПДВ, формування ефективних транспортних тарифів, тощо. А також налагодити баланс між експортом і внутрішнім споживанням металургійної сировини, що дозволить залучити в економіку України додаткових коштів, необхідних для проведення реформ в галузі.

І, нарешті, нам хотілося б провести аналіз впливу фінансових ризиків на діяльність підприємств-експортерів металургійної продукції.

На діяльність будь-якого підприємства впливають як фінансові, тобто такі, що виникають у зв'язку з володінням фінансовими інструментами, так і функціональні, пов'язані зі сферою виробництва та реалізації продукції, ризики. Останніми є ризики, що впливають на процеси створення і впровадження нової продукції, збору, обробки, аналізу й передачі інформації, підготовки кадрового потенціалу, зі збоями у технології виробництва та роботи обладнання, виконанням інших адміністративно-господарських операцій.

Ризики, що виникають у сфері фінансового обігу, належать до класу фінансових ризиків. Ці ризики визначаються ймовірністю грошових втрат у зв'язку з непередбаченими змінами в обсягах, доходності, вартості та структурі активів та пасивів. До основних фінансових ризиків, притаманних діяльності підприємств-експортерів належать:



- валютний;
- кредитний;
- податковий;
- ризик ліквідності;
- інфляційний;
- ціновий.

Проаналізуємо ці ризики, концентруючи особливу увагу на валютному, як специфічному виду ризиків, характерному для підприємств, що займаються зовнішньоекономічною діяльністю та здійснюють розрахунки з контрагентами в іноземній валюті.

Співпраця з багатьма зарубіжними партнерами обумовлює значний вплив ризику коливань обмінних курсів валют на діяльність підприємств-експортерів, тим більше, що між моментом підписання зовнішньоекономічного контракту і моментом отримання чи перерахування коштів за даним договором існує зазвичай значний часовий лаг. Цей факт підтверджується наступними умовами реалізації продукції більшістю вітчизняних металургійних підприємств (як правило, на умовах FCA):

- 20% попередня оплата + 80% по факту отримання продукції в порту призначення;
- 30% попередня оплата + 70% по факту отримання продукції в порту призначення.

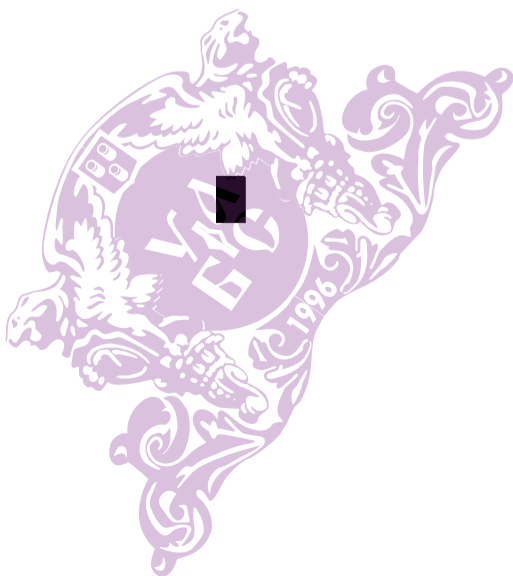
Управління валютним ризиком передбачає проведення його детального аналізу, оцінка можливих наслідків та вибір методів страхування. Оцінка ризику передбачає визначення тривалості періоду ризику, суми коштів, що знаходиться під ризиком, та обсягу збитків за відповідними зобов'язаннями, що можуть виникнути в майбутньому. Тому передбачення валютних ризиків посідає чільне місце у стратегії планування діяльності підприємства і є опорукою підвищення ефективності їхньої основної діяльності.



Найпростішим способом уникнення валютного ризику є використання якості форми розрахунку попередньої оплати (авансового платежу) за допомогою такого фінансового інструменту як банківський переказ по системі SWIFT. Необхідно зазначити, що така форма розрахунків вигідна підприємству при експорті, а при імпорті може призвести до негативних наслідків. На металургійних підприємствах переважно використовуються вищезазначені схеми розрахунків, передумовою цього є доволі складний та матеріалоємний процес виготовлення продукції.

Кредитний ризик загрожує підприємству в разі надання товарного чи комерційного кредиту покупцям. Формою його вираження є ризик неплатежу або несвоєчасності розрахунків за відпущеною в кредит готову продукцію. Для уникнення цього виду ризику на підприємствах використовується в якості форми розрахунку часткова попередня оплата (авансовий платіж), але її застосування не завжди можливо, як вже було показано вище. Також в якості міжнародної форми розрахунків для зниження ризику неотримання платежів від нових контрагентів, з якими ще не налагоджено сталих торгівельних зв'язків, можна використовувати акредитив. Однак кредитний ризик не є основним ризиком в діяльності вітчизняних експортерів металургійної продукції, оскільки існуючий на сьогоднішній день ринок збуту склався вже давно, і тому переважна більшість партнерів добре відома. Враховуючи перспективи розвитку експорту в країни Африки та Балтії та співробітництва з новими контрагентами, постає проблема пошуків нових шляхів управління кредитними ризиками, наприклад, використання форфейтингу як способу управління дебіторською заборгованістю.

Ризик неплатоспроможності або ризик незбалансованої ліквідності підприємства пов'язується з ймовірністю того, що суб'єкт господарської діяльності не зможе своєчасно виконати свої зобов'язання або втратить частину прибутку через надмірну кількість високоліквідних активів. Даний



ризик може розглядатися як два окремі ризики: ризик недостатньої ліквідності і ризик надмірної ліквідності.

Що стосується податкового ризику, то безпосередньої загрози діяльності підприємств-експортерів він не несе. Це пояснюється тим, що при здійсненні зовнішньоекономічної діяльності підприємства мають пільги, пов'язані з нульовою ставкою ПДВ при експорті продукції за кордон. Це надає змогу ефективно використовувати обігові кошти. Лише кардинальні зміни в податковому законодавстві можуть значно погіршити становище. Але інші податки і, особливо, податок на прибуток підприємств кардинально впливають на діяльність всіх підприємств, у тому числі і експортерів. Тому ступінь впливу цього фактору можна визначити як значний.

У сучасних умовах інфляційний ризик носить постійний характер і супроводжує майже всі фінансові операції підприємств. Цей вид ризику характеризується можливістю знецінення реальної вартості капіталу, а також отримуваних доходів від здійснення фінансових операцій в умовах інфляції.

Цінові ризики займають особливе місце серед фінансових ризиків за ступенем впливу на фінансовий стан товаровиробників і пов'язуються з ймовірністю зміни ринкових цін на фінансові та реальні активи протягом певного часу. Отже, цінові ризики виникають у зв'язку з тим, що зміна ринкової ціни інструментів, які обліковуються на балансі підприємства, призводить до зміни вартості балансових статей, формуючи в підсумку прибутки або збитки за позиціями, чутливими до кон'юнктури ринку. До цінових ризиків можна віднести і валютний ризик. Майже всі підприємства в умовах ринкової конкуренції в тому чи іншому ступіні мають справу з ціновими ризиками, а нестабільність і непередбачуваність фінансових ринків останні роки загострила проблему пошуку оптимальних методів управління цією групою ризиків.



Ступінь впливу кожного з розглянутих вище основних видів фінансових ризиків на діяльність вітчизняних підприємств-експортерів відображено в абл. 2.5.

Таблиця 2.5

Вплив фінансових ризиків на діяльність підприємств-експортерів

Вид фінансового ризику	Ступінь впливу на діяльність підприємства
Валютний ризик	Значний
Кредитний ризик	Припустимий рівень; в майбутньому можливе посилення впливу на діяльність підприємства
Податковий ризик	Значний
Ризик незбалансованої ліквідності	Значний
Інфляційний ризик	Носить постійний характер, не має особливостей
Ціновий ризик	Значний

2. Формування валютної політики підприємства в умовах нестабільного фінансового середовища.

У рамках тенденцій розвитку економіки, що намітилися в Україні однією з найбільш актуальних і першочергових проблем для вітчизняних підприємств є ефективна організація їхньої зовнішньоекономічної діяльності, зокрема, задача формування валютної політики підприємства, основною якою є управління валютними ризиками, що виникають у результаті курсових коливань.

Для грамотного формування валютної політики підприємства виникає необхідність прогнозування валютного курсу. Цей прогноз будується на основі двох методів: технічного та фундаментального. Обидва методи є рівноцінно важливими для аналізу грошових потоків компанії, вони добре доповнюють один одного. У цілому, фундаментальний аналіз



використовують для середньо- та довгострокового прогнозування, у той час як технічний – для короткострокового.

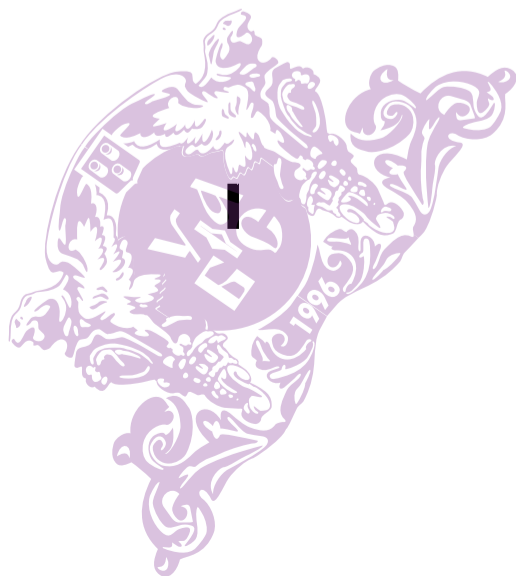
На сьогодні важливо не тільки, щоб підприємство мало виробниче зростання, важливо, чи уміє воно управляти вільними на поточний момент коштами, чи може компанія вчасно передбачати фінансові ризики (у тому числі і валютний) і правильно їх хеджувати.

У силу того, що вітчизняні підприємства порівняно недавно стали досить самостійними на світових ринках, у них ще не вистачає досвіду та кваліфікації у формуванні власної валютної політики. Крім того, на жаль, більшість українських підприємств не має аналітичних відділів і не користується послугами консалтингових структур. Отже виникає питання реструктуризації фінансових підсистем компаній з метою їхньої націленості на формування валютної політики підприємства.

В цілому, валютну політику підприємства можна визначити як частину його загальної фінансової стратегії, що полягає в розробці системи заходів щодо нейтралізації можливого негативного впливу на діяльність підприємства, викликаного несприятливими змінами валютних курсів.

До основних напрямків валютної політики відносяться:

- раціональне управління міжнародними грошовими потоками;
- використання валютних кредитів з найменшою вартістю;
- оцінка та управління валютними ризиками;
- оптимізація фінансових вкладень в іноземній валюті;
- строгий контроль за погашенням дебіторської заборгованості в іноземній валюті;
- утримання мінімально необхідної валютної готівки;
- перегляд умов зовнішньоторговельних контрактів;
- управління відкритими валютними позиціями на фондовому ринку з метою одержання додаткового прибутку;



формування та регулювання оптимального валютного портфеля.

Валютна політика підприємства формується у кілька етапів. Менеджер переходить до наступного етапу тільки після прийняття позитивного рішення про прийняття рішення на попередньому етапі. Усі ступені політики мають свої цілі, що хоча і підпорядковані загальній задачі, але дуже відрізняються один від одного. Тому кожен етап має бути орієнтованим на постановку мети, вибір способів її реалізації і визначення кінцевого результату.

Побудова прогнозів зміни валютних курсів, прогнозування грошових потоків у валюті за угодами, що передбачаються, вивчення зведеного балансу та рахунку прибутків і збитків (у випадку оцінки і вимірювання трансляційного валютного ризику) є початковим етапом формування валютної політики підприємства, тобто тієї фінансової стратегії управління валютними ризиками, що зможе дати правильне рішення про спосіб хеджування валютного ризику або про спосіб його елімінування.

Перший етап валютної політики компанії – це визначення толерантності компанії до валютного ризику. Тут компанія, плануючи майбутні фінансові потоки, або намагається уникнути можливих втрат, або ж прагне зменшити майбутню вартість проекту. Такий аналіз проводиться за кожним видом ризику.

Основною метою другого етапу є визначення наслідків, що наносяться підприємству коливанням валютних курсів, і вартості хеджування, виходячи з прогнозованих втрат. Для реалізації поставлених цілей менеджер проводить прогноз валютного ризику на перспективу.

Третій етап формування валютної політики фірми присвячений визначенню способів управління ризиком. Відповідно до прогнозу, проведеному на другому етапі, фінансовий менеджер визначає вплив коливань курсу на діяльність компанії – сприятливі вони чи ні. Можуть бути три відповіді:

скоріше сприятливі;



- можуть бути як сприятливі, так і несприятливі;
- скоріше несприятливі.

Метою останнього етапу валютної політики є розробка стратегії хеджування, що відповідає загальним стратегічним вимогам розвитку компанії. Для досягнення даної мети необхідним є проведення порівняння альтернатив і розробка стратегії управління валютним ризиком на основі одного з варіантів:

- повне покриття ризику за допомогою одного зі способів страхування;
- часткове покриття;
- повне пропорційне страхування ризику (страхування всієї суми з використанням усіх або частини методів страхування);
- часткове пропорційне страхування;
- непокриття валютних ризиків.

Порівняння альтернатив відбувається, виходячи з вартості проаналізованих способів хеджування і можливості їхньої реалізації в розглянутих умовах.

Основними для компанії методами захисту від валютних ризиків є управління балансом і метод прискорення і затримки платежів. Крім того, компанія для хеджування валютного ризику може використовувати ряд контрактних можливостей, наприклад, валютні деривативи.

Слід також зазначити, що підприємство може самостійно реалізовувати різні засоби для зниження валютного ризику, а може прибгати і до способів зовнішнього покриття. Усе це так само буде відбито у валютній політиці підприємства.

Таким чином, кожне підприємство обов'язково повинно формувати власну валютну політику, грамотно і строго визначаючи її основні напрями та консолідовану валютну стратегію в цілому.



Тепер, визначивши сутність валютної політики підприємства та її основні напрямки, розглянемо основні види валютної політики фірми та фактори, що впливають на її формування.

У силу ряду специфічних факторів як внутрішнього, так і зовнішнього середовища валютна політика підприємства може бути класифікована по-різному. Насамперед виділимо агресивну (активну), помірну, консервативну (пасивну) валютну політику фірми.

Агресивна валютна політика характеризується наявністю відкритої довгої або короткої валютної позиції компанії. У рамках цієї політики фірма активно піклується про «прокручування» своєї валютної готівки на фінансових ринках (у випадку наявності довгої валютної позиції). Така позиція може бути закрита на світовому валютному ринку (ринку «форекс»), може бути здійснена покупка міжнародних цінних паперів, можуть мати місце реальні інвестиції.

Консервативна валютна політика підприємства націлена на збереження валютних резервів, тобто фірма дотримується накопичувального характеру (за принципом, чим більше заощаджень, тим краще), тримаючи готівку в доларах США або іншому стабільному активі (наприклад, у золоті). Ця стратегія дозволяє уникнути депозитного та процентного ризиків, але породжує втрати від інфляції і ризик упущеної вигоди.

Далі можна виділити короткострокову і довгострокову валютну політику компанії.

Короткострокова валютна політика переслідує поточні цілі компанії, наприклад, пов'язані з одержанням експортної виручки: що робити з отриманою валютною виручкою: залишити в гривнях або перевести в іноземну валюту, використовуючи її під відповідне забезпечення.

Довгострокова валютна політика компанії спрямована на довготривалу перспективу, наприклад, укладення довгострокового контракту з іноземним



ром, тому що в силу специфіки діяльності підприємства виробничий цикл може тривати від 1,5 до 5 років.

Фірма може проводити гнучку або фіксовану (тверду) валютну політику. Компанія-експортер домінує на ринку продукції, тому що тип ринку продукції, що є предметом контракту, – ринок продавця. Ця компанія може диктувати зручні та сприятливі саме для неї умови контракту. Причому на яких умовах ця валютна політика переглядатися не буде. Це тверда валютна політика.

Гнучка валютна політика підприємства – це здатність компанії йти на компроміс у рамках зовнішньоекономічних операцій з іноземним контрагентом.

Розглядаючи валютну політику підприємства з позиції управління валютними ризиками, можна класифікувати її як внутрішню та зовнішню.

Внутрішня валютна політика використовує наступні стратегії покриття валютного ризику: хеджування, розподіл ризику, диверсифікація валютного ризику фірми, самострахування, перегляд умов контрактів, створення валютно-обмінних центрів тощо. Відповідно зовнішня валютна політика підприємства виходить за рамки самої фірми і спрямована на зовнішні ринки. При хеджуванні валютних ризиків використовуються інструменти міжбанківського ринку (форвардні, ф'ючерсні, своп-контракти, опціони), а також звернення до державних спеціалізованих компаній зі страхування зовнішньоекономічних операцій фірми від валютних ризиків (поки що такі компанії існують тільки в розвинутих країнах).

На характер валютної політики підприємства можуть впливати об'єктивні (зовнішні) і суб'єктивні (внутрішнього характеру) фактори.

До зовнішніх факторів відносяться:

- рівень економічного розвитку країни (ризик щодо країни);
- характер державного регулювання валютної діяльності підприємств;
- зміни обмінного курсу національної валюти;



темпи інфляції в країні;
кон'юнктура попиту та пропозиції на валютно-фінансовому ринку;
рівень конкуренції в окремих сегментах валютного ринку;
рівень криміногенної обстановки в країні;
фактори форс-мажорної групи;
стабільність інститутів влади і закордонних партнерів;
політика держави в області митних тарифів і податків як в середині країни, так і у закордонних партнерів.

Під суб'єктивними факторами, що впливають на валютну політику компанії, слід виділити:

основні напрями валютної стратегії фірми;
менталітет власників і менеджерів у відношенні оцінки й управління валютними ризиками;
розмір власного капіталу підприємства;
структура активів;
структура капіталу;
платоспроможність контрагентів;
достатність інформаційної бази валютного менеджменту;
характер партнерів по валютних операціях (угодах);
рівень кваліфікації валютних менеджерів.

При формуванні валютної політики підприємства варто обов'язково рахувати перелічені вище фактори зовнішнього і внутрішнього середовища. Критерієм ефективності валютної політики підприємства є зростаючий валовий експорт і валютозаощаджуючий імпорт.

При розгляді питання ідентифікації валютної політики підприємства варто розглянути ключове питання цієї політики, пов'язане з визначенням і управлінням валютними ризиками.



Як і будь-яка фінансова політика підприємства, валютна політика має свій менеджмент, так званий валютний менеджмент, що складається з:

- ідентифікації основної проблеми в рамках напрямків валютної політики, що проводиться фірмою у зовнішньоекономічній діяльності;
- аналізу й оцінки поточної та за минулий період діяльності по експортно-імпортних операціях;
- планування і прогнозування майбутньої діяльності;
- бюджетинга і контролю за валютною політикою підприємства.

Щоб успішно й ефективно вирішувати проблеми валютної політики на підприємстві може бути створений відділ менеджменту валютних ризиків, до складу якого будуть входити менеджери з управління кожним видом валютного ризику, фахівець із прогнозування валютних курсів, фінансовий аналітик (рис. 2.2).

Політика даного відділу повинна формуватися у взаємодії з маркетинговою службою і виробничим відділом. Це співробітництво допоможе поліпшити управління конкурентною позицією підприємства.

Так, характер маркетингової та виробничої стратегій залежить від очікуваної тривалості змін реальних валютних курсів. Наприклад, слідом за реальним подорожчанням вітчизняної валюти експортер повинен вирішити, чи підвищувати і наскільки свої ціни у зовнішньоторговельних контрактах.

Якщо зміна, що очікується, буде тимчасовою, то експортер намагатиметься підтримувати свої інвалютні ціни на існуючому рівні. Це може означати тимчасове зниження питомої прибутковості, тобто прибутку в розрахунку на одиницю товару. Однак альтернативне рішення у вигляді підвищення цін у даний час і їхнє зниження в майбутньому, коли реальний валютний курс зміниться, буде більш дорогим.

Варто пам'ятати, що довгострокова зміна в реальному валютному курсі, що очікує фірма, змусить її збільшити контрактні ціни навіть за рахунок тимчасової втрати частини експортних продажів. Якщо ж витрати на

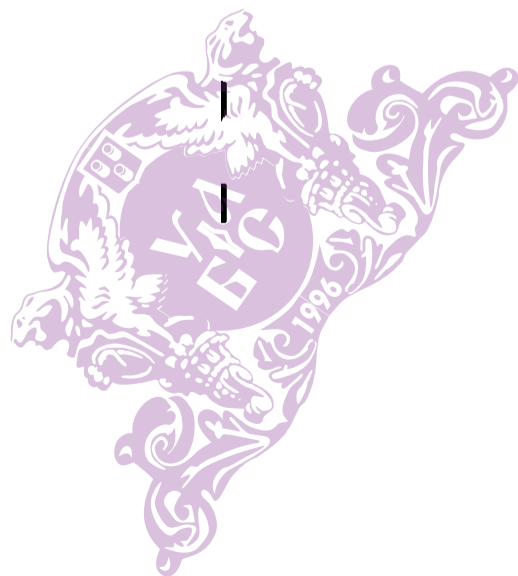




Рис. 2.2. Структура відділу менеджменту валютних ризиків

Збільшення обсягу продажу значні, то фірма триматиме інвалютні ціни постійними, орієнтуючись на переміщення виробництва за рубіж длябереження своєї довгострокової прибутковості.



Таким чином, однією з задач менеджера з міжнародного маркетингу в компанії має бути ідентифікація ймовірних наслідків зміни відносних цін для конкурентних позицій фірми. Надалі, на цій основі фірма повинна протидіяти рівному погіршенню своєї конкурентоздатності, викликаного різницею між реальним і номінальним валютними курсами, за допомогою корекції своєї цінової політики. Виробнича стратегія повинна переслідувати ту ж мету.

Безумовно, у загальній стратегії захисту фірми від валютного конкурентного ризику фінансові менеджери відіграють важливу роль. У цьому, вона зводиться до структуривання зобов'язань фірми таким чином, щоб протягом часу, коли починаються стратегічні та виробничі коректування діяльності компанії, зниження в прибутках на активи покривалося відповідним зниженням у вартості обслуговування цих зобов'язань по фінансуванню.

При цьому однією з можливостей є фінансування активів фірми, що користуються для одержання експортних прибутків, у такій формі, щоб витрати по грошових потоках, пов'язані зі зміною валютного курсу, компенсувалися за рахунок зниження вартості обслуговування боргу. Наприклад, підприємство, що має великий експортний ринок, повинно притримувати частину своїх зобов'язань у валюті тієї країни, у якій вона цей експорт здійснює. Причому величина цієї частини зобов'язань залежить від можливого розміру втрат прибутковості, пов'язаних зі зміною реального валютного курсу даної валюти.

Таким чином, основою для ефективного управління валютно-номічним ризиком є інтегрування валютно-курсівих спостережень у загальну управлінську стратегію. У зв'язку з цим фірма може утворити деяку спеціалізовану управлінську структуру, що буде займатися розвитком координації між менеджерами, відповідальними за різні аспекти валютно-номічного менеджменту [21, 22].



3. Валютно-курсова політика НБУ як фактор цінового впливу на конкурентоспроможність українських експортерів.

Проблема управління валютними ризиками, як уже зазначалося, тісно пов'язана з питаннями організації внутрішнього валютного ринку у країні та прогнозуванням валютного курсу. Одним із найбільш важливих напрямів є проведення центральним банком відповідної валютно-курсової політики, яка може бути спрямованою на стимулювання експорту та зростання виробництва, або навпаки сприяє імпортному насиченню країни. Не виключенням і Національний банк України, який регулюючи валютний ринок та впливаючи на процес формування валютного курсу та його динаміку, переслідує певні цілі, у тому числі і стратегічні для країни.

Україна є експортоорієнтованою країною, тому питання валютно-курсової політики НБУ та її впливу на конкурентоспроможність вітчизняних експортерів, у тому числі і на процес управління валютними ризиками, є надзвичайно важливим.

У роботі ми намагалися проаналізувати валютно-курсову політику Національного банку України за останні роки та її вплив на цінову конкурентоспроможність української економіки.

Після валютно-фінансової кризи 1998 р., яка супроводжувалася введенням фіксованого валютного курсу USD/UAH = 3,427 та застосуванням в Україні останнього валютного коридору USD/UAH = 3,40-4,60, який тимчасово проіснував до кінця 1999 р., у 2000 р. Національний банк змінив форму своєї валютно-курсової політики. Спільною Постановою Кабінету Міністрів України та Національного банку України від 21 лютого 2000 р. в Україні було офіційно введено режим вільно плаваючого валютного курсу, який існує і до теперішнього часу. Однак насправді це не є справжнім



тим плаванням", тому що НБУ достатньо активно діє на
київському ринку і жорстко регулює курс.

Таким чином, велика кількість фінансових аналітиків і фахівців
свідчать, що в Україні має застосовуватися інший фінансовий індикатор.

Відповідність номінального валютного курсу забезпечується девальваційним

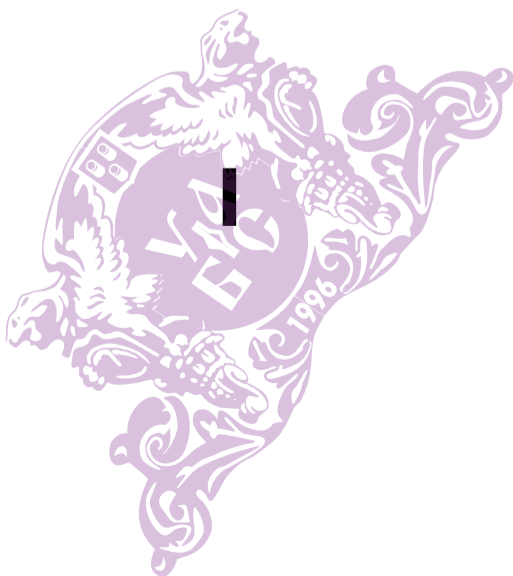
курсом так званого ефективного обмінного курсу. Подібний індикатор НБУ

уже використовує протягом останніх декількох років. Це реальний
ефективний обмінний курс гривні (REER). Саме динаміка цього показника
стає для Нацбанку відносно точний інструмент прогнозування платіжного
балансу країни, і тому є незаперечним аргументом у політичній дискусії з
експортерами, які вимагають девальвувати гривню.

Реальний ефективний валютний курс розраховується як
співвідношення між національною валютою та валютами 18 основних країн-
партнерів за експортом, зважене з урахуванням обсягу валютних операцій з
цими країнами (на відміну від номінального валютного курсу, який відбиває
номінальну ціну національної валюти, виражену у валюті інших країн). Крім
того, REER враховує зміни рівнів цін та (або) інших показників в країнах-
партнерах.

Як свідчать результати розрахунків фахівців Національного банку й
Інституту економічного прогнозування НАН України, основними факторами,
які визначають зміну реального ефективного валютного курсу, є процес
номінального (офіційного) курсоутворення й інфляція. Але вони впливають
на динаміку даного показника в протилежних напрямках. За рахунок
номінальної ревальвації гривні REER зростає, а внаслідок росту темпів
інфляції – знижується. При цьому вплив першого фактора виявився більш
вагомим.

Наприклад, у результаті зміни офіційного курсу USD/UAH у 2001 р. з
5,435 до 5,299 його номінальне значення зменшилося на 2,5%. У той же час
реальний ефективний валютний курс виріс на 14,6%, що було пов'язано з



девальвацією національних валют майже у всіх країнах-партнерах України за експортом (крім Чехії, Угорщини та Польщі). Проте завдяки тому, що в Україні інфляція за 2001 рік складала лише 6,1% (тоді як у Російській Федерації – 18,8%, Туреччини – 68,5%, Білорусі – 46,4%), інфляційний фактор послабив негативний вплив зміцнення гривни на цінову конкурентноздатність вітчизняної економіки. Тому реальний ефективний валютний курс виріс лише на 5,7%, що забезпечило збереження резервних курсових переваг вітчизняних товаровиробників-експортерів.

Економічне зростання в Україні почалося на тлі зменшення реального ефективного курсу національної валюти із появою стійкого девальваційного резерву відносно кошика валют основних партнерів з експорту та імпорту (рис. 2.3).

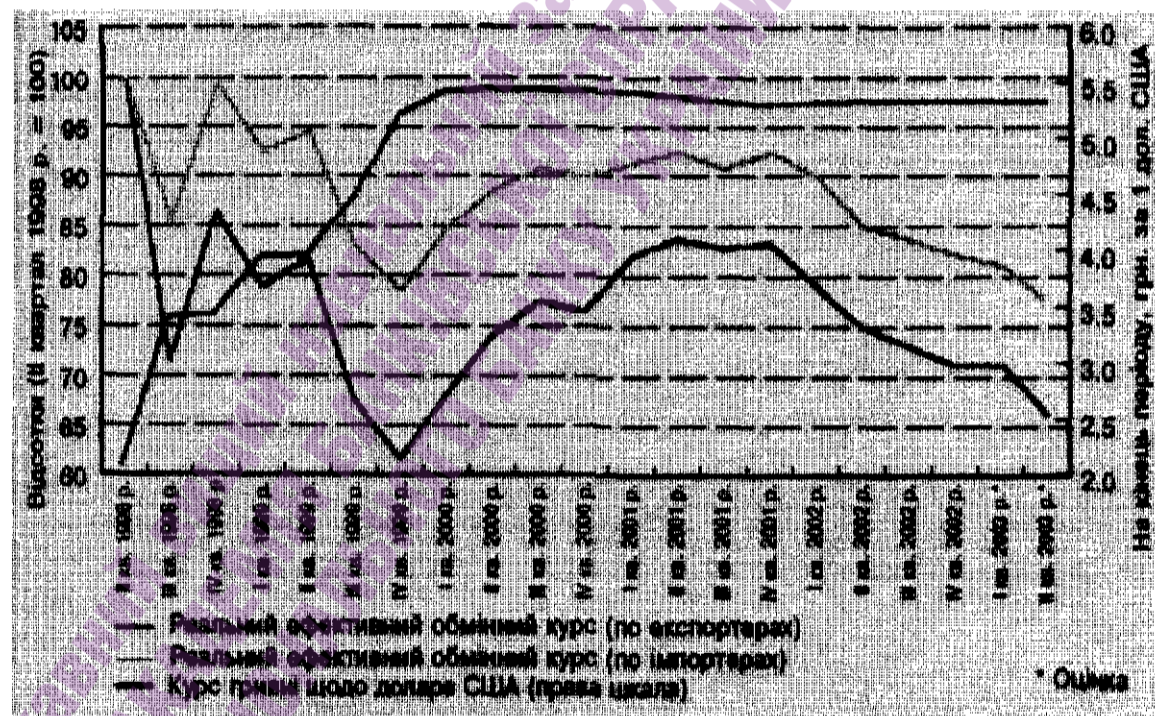
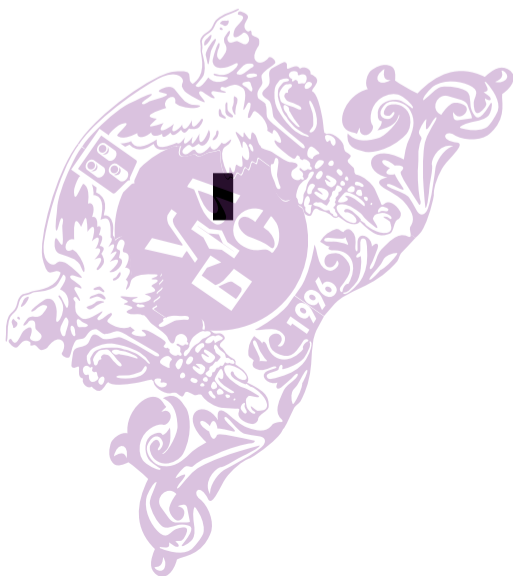


Рис. 2.3. Динаміка реального ефективного валютного курсу та офіційного курсу USD/UAH

В умовах збереження девальваційного резерву за показником реального ефективного валютного курсу завдяки ціновій та курсовій стабільності зберігалися конкурентні переваги української продукції як на



ньому, так і на внутрішньому ринку. Це сприяло поліпшенню платіжного балансу і стимулювало піднесення вітчизняного виробництва, а також пожвавлення ділової активності в усіх сферах економіки. Позитивне торговельне сальдо забезпечувало збільшення золотовалютних резервів НБУ і платежів зовнішніх боргів.

Іншим фактором впливу на відкриту економіку України стали зміни на зовнішньому ринку. До серпневої фінансової кризи 1998 р. динаміка українського експорту відставала від коливань світового попиту. Навіть після девальвація гривні не стимулювала експорт – навпаки, впродовж 3 кварталів 1998 р. експортна крива йшла на спад, що відповідало падінню світового попиту. Впродовж 1999 р. світовий попит зростав, завдяки цій конкурентоспроможності економіки України продовжував збільшуватися валютний резерв, експорт почав наздоганяти світовий попит; коридор між двома кривими звужився (рис. 2.4).

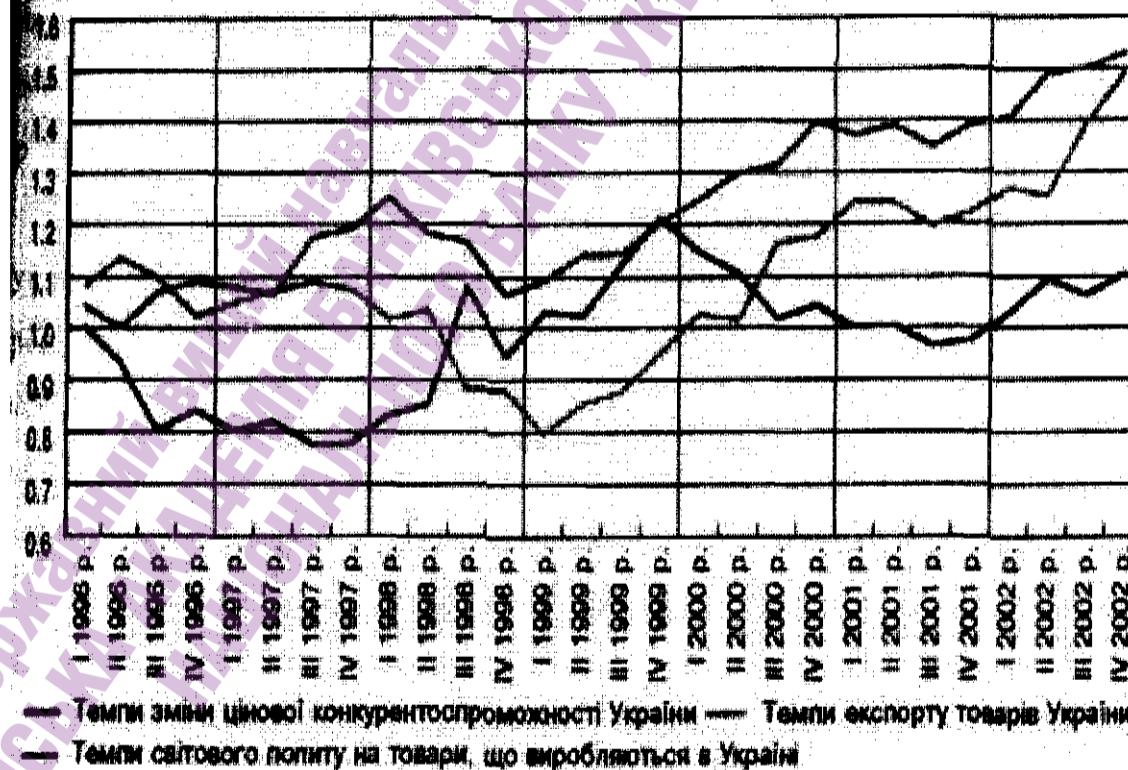


Рис. 2.4. Експорт товарів та послуг України та індикатори цінової конкурентоспроможності і світового попиту (1 квартал 1996 р. = 1)



Накопичення девальваційного резерву спонукало до визначення його параметрів, за яких би зберігалися цінові переваги вітчизняних виробників-експортерів, але не стримувалися б необхідні структурні зрушення в економіці держави. У сучасній методології макроекономічного аналізу найадекватнішим інструментом порівняння цінових переваг однієї країни з іншою є співвідношення курсів їхніх валют за двома основними напрямками:

за паритетами купівельної спроможності валют (PPP);

за реальним обмінним курсом.

Таким чином, якщо цінова конкурентоспроможність (величина, що є оберненою до реального ефективного обмінного курсу) є відносним показником і вказує лише на динаміку цінових переваг щодо певного часового періоду, то різниця між паритетним та обмінним курсами демонструє глибину цих переваг. У країнах, де величина паритету купівельної спроможності нижче за поточний обмінний курс (що ілюструється, зокрема, і в Україні), офіційний валютний курс є завищеним порівняно з внутрішньою купівельною спроможністю валюти.

Так, за офіційними результатами міжнародних зіставлень валового внутрішнього продукту за 1999 рік, один долар США коштував в Україні за паритетом купівельної спроможності 71 коп., що становило лише 17% від офіційного обмінного курсу. Якби паритетний курс більше зблизився з обмінним, то за наявної структури вітчизняного виробництва і відповідних виробничих потужностей з великою матеріало- та енергоємністю, низьким рівнем продуктивності праці, українські виробники втратили б необхідні конкурентні переваги, внутрішній ринок заповнився б імпортними товарами, а економіка – кардинально скоротилася б з усіма негативними наслідками для економіки України.



Насправді, дані останніх міжнародних досліджень свідчать: чим кращий порівняльний (за РРР) рівень ВВП на душу населення, тим менший паритетний курс відносно обмінного.

Підвищення рівня життя базується на зростанні продуктивності праці внаслідок оновлення виробництва з поступовим набуттям нецінових переваг. Це зростання ефективності виробництва стає підґрунтям для поступового підвищення цінової конкурентоспроможності неціновою. Рівень життя у свою чергу зростатиме разом із підвищенням продуктивності праці, що сприятиме підвищенню доходів населення у доларовому обчисленні. Питання полягає в тому, коли і за яких умов відбуватиметься цей процес.

Події за такою схемою можуть і не розгортатися, якщо наздоганяючий виток починається за відсутності рівноваги між рівнем життя та різницею внутрішніх і зовнішніх цін. Прикладом тому є Польща, країна, яка, за загальним визнанням міжнародної спільноти, досягла найбільших успіхів у трансформації. Її досвід свідчить: незважаючи на широку модернізацію виробництва, зростання продуктивності праці (за 1990-2001 рр. – у 2,7 рази) та поліпшення рівня життя, відношення паритетного курсу до обмінного курсу за 1991-2001 рр. не лише не збільшувалося, а навпаки, зменшилося із 100% до 46%, тоді як рівень ВВП на душу населення становив у 2001 р. близько 40% від рівня ЄС, а рівень продуктивності праці попри високі темпи зростання – лише 46% від рівня Німеччини. При цьому за останні 50 років минулого століття темпи зростання продуктивності праці у Польщі були вдвічі вищими, ніж у Німеччині. Причина затягування процесу підвищення паритетного курсу до обмінного пов'язана з тим, що це відношення ще на початку реформ не відповідало рівню життя в країні порівняно з ЄС. Справді, якщо коефіцієнт паритетного курсу у 2001 р. становив 46%, то рівень життя після його суттєвого підвищення зріс лише до 40% від рівня ЄС. Тобто за весь період трансформації в міру модернізації та



зростання ефективності виробництва рівень життя відносно країн ЄС лише наблизився до рівноваги з паритетним коефіцієнтом.

Таким чином, паритетний курс коливається щодо обмінного під впливом економічного зростання не лише в одній країні, а й в інших країнах, і є відносним. Відтак наближення паритетного курсу до обмінного має відбуватися за умови наближення рівня життя в даній країні до рівня життя в розвинутих країнах світу.

За нашими розрахунками, у 1999 р. рівень ВВП за PPP на душу населення в Україні становив 16,3% від рівня ОЕСР-30 (30 країн-членів Організації економічного співробітництва і розвитку), а у 2002 р. зріс до 18,8% (за іншими даними, з урахуванням тіньового ВВП майже на третину вище). Водночас паритетний курс щодо обмінного змінився із 17% до 18,1%. Тобто впродовж 2000-2002 рр. курси зближались з деяким відставанням порівняно з темпом підвищення рівня життя, що відбувалося за рахунок зростання продуктивності праці. Так, у 2001 р. в промисловості вона зросла на 18,6%, у 2002 р. – на 11,8%, за січень-березень 2003 р. – на 15,4%.

Серед розвинутих країн виділяється певна кількість, де спостерігається висока розбіжність між рівнем життя та рівнем внутрішніх цін, внаслідок чого одні мають цінові переваги, а інші – втрати. Це, перш за все, Люксембург, де рівень життя майже вдвічі перевищує рівень життя в ОЕСР-30, а паритетний курс перевищує номінальний лише на 6%. Це США, де аналогічні показники відповідно становлять 149% та 101%, Канада (118%, 81%) і Австралія (109%, 84%). І навпаки, є країни, де коефіцієнт паритетного курсу перевищує коефіцієнт рівня життя, що знижує їхню цінову конкурентоспроможність, – Японія (110%, 143%), Швеція (104%, 118%) та деякі інші.

Протягом останніх двох років при незмінному номінальному курсі гривні до долара реальний ефективний валютний курс девальвував, і цінова конкурентоздатність економіки України підвищилася на 12-14%. Це



Пояснюється тим, що гривня, будучи жорстко "прив'язаною" до американського долара, девальвувала разом з ним відносно інших валют, що в умовах незначної інфляції протягом 2003 р. та дефляції у 2002 р. автоматично підвищилася цінова конкурентноздатність економіки України. Природно, виграш одержали як експортери, так і виробники, що зорієнтовані виключно на внутрішній, особливо споживчий ринок. Отже, зростання грошових доходів населення і споживчого попиту на тлі стабільного курсу національної валюти щодо долара США не тільки не стало фактором зростання імпорту, але й активізувало виробництво усередині країни.

За розрахунками Інституту економічного прогнозування у випадку збереження офіційного курсу на рівні 5,33 та підтвердження офіційних прогнозів курсів національних валют і рівня інфляції у 18 країнах основних торговельних партнерах України за експортними операціями рівень цінової конкурентноздатності України протягом 2004-2005 рр. збереже девальваційний запас у межах 15-18%.

Такий прогноз, по суті, є підставою для проведення Національним банком України політики номінальної стабільності гривні. Тому перший висновок щодо валютної політики НБУ на найближчий період можна сформулювати так: поки реальний ефективний валютний курс не вичерпає згаданий девальваційний резерв, Національний банк не змінить політики номінально фіксованого курсу і буде протидіяти будь-яким спробам учасників валютного ринку атакувати цей курс.

Нинішня політика Національного банку сприяє збереженню позитивного впливу валютного курсу на фінансову стабільність, зниження рівня інфляції. Найближчим часом можна очікувати збереження стабільності на валютному ринку з незначною девальвацією гривні – така точка зору банкірів на перспективи курсової політики НБУ. Подібному прогнозу сприяють позитивне сальдо торговельного балансу, девальваційний запас у



національної валюти і непохитна рішучість центрального банку утримувати валютний курс в незмінному виді.

Як уже зазначалося, при обґрунтуванні валютно-курсової політики держави важливо враховувати не лише автономне зростання в ній рівня життя, а й ступінь його наближення до рівня розвинутих країн. Це означає: якщо ступінь відставання України від розвинутих та успішно трансформованих країн залишатиметься незмінним, її економіка існуватиме за рахунок лише цінових переваг. Якщо ж стратегічною метою є досягнення якісних змін в економіці (результатом чого буде поліпшення життєвого рівня населення відносно розвинутих країн), то на перший план виходить необхідність підвищення загальної економічної продуктивності та реалізації відповідної валютної та цінової політики, які сприятимуть прогресивним структурним змінам в економіці.

Країни-претенденти на вступ до Європейського Союзу мають відповідати таким ключовим економічним критеріям:

- економічне зростання з темпами, що перевищують середні в ЄС (на 2-3%), для зближення рівнів життя населення;
- структурні зміни на користь сфери послуг за рахунок скорочення аграрного сектору;
- цінова стабільність (інфляція в межах 1-2,5%);
- дефіцит зведеного бюджету в межах 3% від ВВП тощо.

З огляду на зазначені економічні критерії конвергенції слід зазначити, що в економіці України впродовж 2000-2003 рр. відбувається економічне зростання із середньорічним темпом, що суттєво перевищує середній по ЄС, дефіцит зведеного бюджету – мінімальний, інфляцію в цілому приборкано, але на рівень споживчих цін впливають коливання цін на енергоресурси та внутрішні товарні дисбаланси, що природно для економіки, в якій ще не створено достатньо ефективних складових ринкової інфраструктури та правдивого конкурентного середовища.



За нашими розрахунками, якщо у найближчі 9 років середньорічні темпи приросту ВВП в Україні становитимуть приблизно 5%, то реальний ВВП збільшиться на 90%; тоді як у країнах ОЕСР очікується приріст ВВП лише вищий за 20%. За таких умов рівень життя в Україні (з урахуванням тенденції до скорочення чисельності населення), а отже, й співвідношення внутрішніх і зовнішніх цін, підвищиться до 36% від рівня країн ОЕСР, причому зберігатиметься безпечний рівень цінової рівноваги лише за умови зитивних зрушень у ефективності виробництва і розширення сегмента цінових конкурентних переваг.

Це означає, що впродовж наступних дев'яти років номінальний (фікційний) курс USD/UAH, якщо прив'язуватися до нього у зазначених умовних пропорціях (паритетний коефіцієнт 36%), та різних варіантів щорічної інфляції може змінюватися наступним чином (табл. 2.6).

Таблиця 2.6

Прогноз впливу інфляції на офіційний валютний курс в Україні

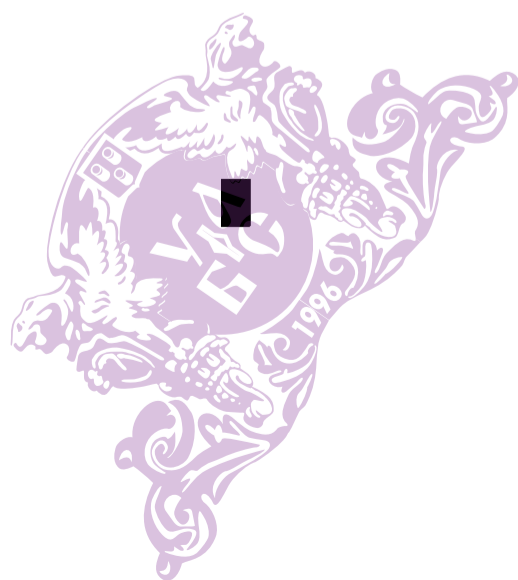
Умова	Період часу, роки	Прогнозоване значення валютного курсу, USD/UAH
Середньорічна інфляція в Україні перевищуватиме інфляцію в країнах ЄС на 3,0-3,5%	2003-2012	3,40-3,60
Середньорічна інфляція в Україні перевищуватиме інфляцію в країнах ЄС на 6,0%	2003-2012	4,50-4,70
Середньорічна інфляція в Україні перевищуватиме інфляцію в країнах ЄС на 9,0%	2003-2012	5,30-5,40
Середньорічна інфляція в Україні перевищуватиме інфляцію в країнах ЄС більш ніж на 9,0%	2003-2012	> 5,50



Перш, ніж проаналізувати дані табл. 2.6 хочеться зазначити, що на практиці процес ревальвації національних валют відносно американського долара було започатковано у багатьох країнах, де зменшується відрив від рівня життя розвинутих країн світу. Так у Польщі у липні 2000 року щоденний курс USD/PLN становив 4,47, то в липні 2003 року він уже становив 3,81. У Росії процес зміцнення рубля відносно долара було започатковано у 2002 році. У Болгарії, Угорщині, Чехії ревальвація національних валют відбувалася досить динамічно впродовж 2001-2002 рр.

Перший прогнозний варіант курсоутворення може реалізуватися за умови, що темпи зростання наявних доходів домогосподарств не перевищуватимуть темпи зростання продуктивності праці. Тобто пропозиція з огляду на товари і послуги зростатиме паралельно з розширенням купівельної спроможності населення, що стримуватиме внутрішню інфляцію. При цьому доходи населення у доларовому вираженні зростатимуть як за рахунок їх реального збільшення, так і номінальної ревальвації національної валюти. Крім того, до такого варіанта розгортання подій спонукають інтереси внутрішніх інвесторів, котрим завищений курс вільно конвертованої валюти стає перешкодою для імпортного насичення інвестицій та модернізації власного виробництва з відповідними структурними наслідками.

Вищі темпи інфляції – перевищення рівня в ЄС на 6 і більше відсоткових пунктів – означатимуть, що скорочення відставання України від європейських країн відбуватиметься в умовах більшої цінової нестабільності (з усіма інвестиційними наслідками) з акцентом на значно вищих параметрах динаміки внутрішніх цін порівняно із зовнішніми та незначному відставанні (або відсутності) номінальної девальвації національної валюти відносно долара США. Подібний ефект для країн, які ліквідують своє відставання, нагадує ефект Баласи-Самуельсона. Його сутність полягає в тому, що в цих країнах спостерігається систематичне зростання продуктивності праці та робітної плати у товарному секторі економіки, яке спричиняє підвищення



у нетоварному її секторі, а отже – інфляцію. В даному випадку високі темпи інфляції працюють на зменшення розриву внутрішніх цін і відбачають реальне зміцнення національної валюти.

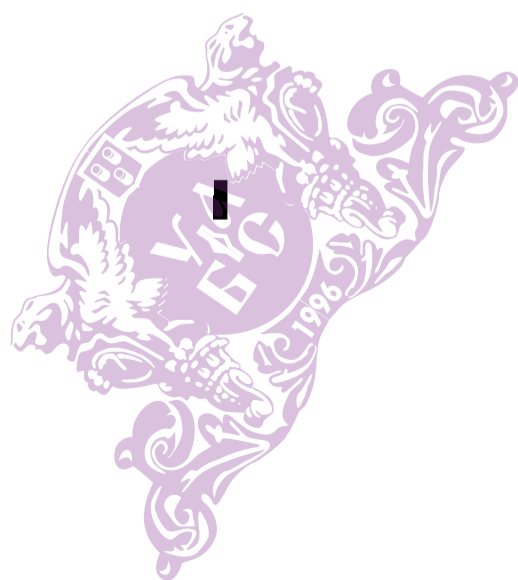
Іншим фактором, який слід враховувати і який впливає на курсоутворення при виборі того чи іншого сценарію валютного регулювання, є рівень припливу прямих іноземних інвестицій в країну. Якщо економіка України стане конкурентоспроможною на ринку світового капіталу і курсоутворення на 20-30% зумовлюватиметься прямими іноземними інвестиціями, тоді можна буде пролонгувати високий рівень цінових переваг без суттєвої корекції курсоутворення.

За відсутності таких зрушень необхідно забезпечити ціновий вигреш внутрішнім інвесторам і проводити політику обґрунтованого зміцнення національної валюти.

З огляду на те, що перевищення темпів зростання внутрішніх цін в Україні відносно цін у Євросоюзі має поступово дійти до мінімальної позначки (щоб відповідати критеріям конвергенції), а паритетний курс відповідно зупинити зростання, єдиним засобом його наближення до обмінного курсу на зазначеному рівні (36%) у 2011 р. стає зменшення останнього, тобто підвищення гривні.

Гірший сценарій розгортання подій означає менші темпи випередження економічного розвитку, високу інфляцію, кволе підвищення ефективності виробництва, девальвацію національної валюти відносно кошика валют країн-партнерів та консервацію старої структури виробництва і низького рівня життя населення.

Відтак стратегія валютного регулювання має бути орієнтована на використання каналу поступового підвищення реального ефективного обмінного курсу зі збереженням позитивного девальваційного резерву відносно зовнішньоторговельних країн-партнерів упродовж найближчих 5 років, які мають бути використані для активного підвищення технологічного



та ефективності виробництва. Головним індикатором глибини таких є ступінь наближення рівня життя населення в Україні до рівня в життя С.

Отже, за умови поступового зниження інфляції до 2-1,5% у 2011 р. (із середньорічним її рівнем за 2003-2011 рр. 5,0%), поступового зниження валютного курсу до 3,5 грн. за 1 долар США, зі сценарними умовами щодо швидкого зміцнення російського рубля, стабілізації курсу євро відносно долара, наближення інфляції у нових країнах-членах Європейського Союзу до норм ЄС – цінова конкурентоспроможність економіки України, в цілому, підприємств-експортерів, зокрема, знизиться до рівня липня 1998 р. до кінця 2007 р. Таким чином, на початку 2008 р. посткризовий інфляційний резерв буде вичерпано, і надалі економічний розвиток спричинятиме якісні зрушення у підвищенні нецінової конкурентоспроможності економіки України, в той час як з 2008 по 2011 рр. цінова конкурентоспроможність має і далі знижуватися, а різниця між внутрішніми і зовнішніми цінами – скорочуватись (рис. 2.5).

За таких умов вартість товарів та послуг на внутрішньому ринку зростатиме в національній валюті меншими темпами, ніж в іноземній із перспективою повної ліквідації розриву між внутрішніми та зовнішніми цінами.

Таким чином, у наступні дев'ять років з метою оптимізації динаміки внутрішньої конкурентоспроможності економіки та курсоутворення стратегічні напрями цінової та курсової політики України мають бути наступними:

мінімальне необхідне перевищення середньорічних темпів економічного зростання в країні над темпами країн Євросоюзу має становити не менше 3%;

поступове скорочення різниці в темпах інфляції з досягненням середньорічного перевищення за даний період у 3-4 %;



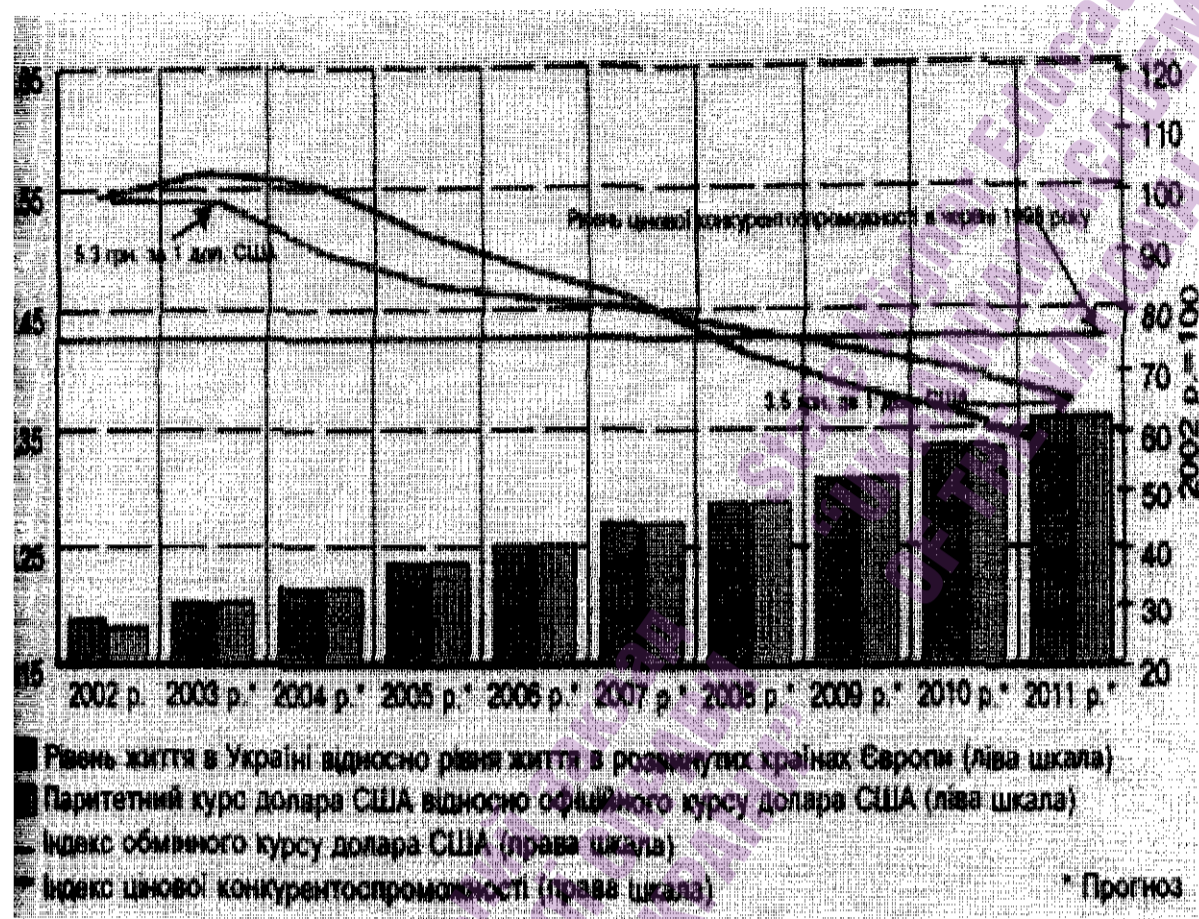


Рис. 2.5. Прогноз динаміки розрахункового обмінного курсу USD/UAH та цінової конкурентоспроможності економіки України за умови вирівнювання паритетного та офіційного валютних курсів

стабільне зміцнення гривні із поступовим скороченням девальваційного посткризового резерву і посилення процесу заміщення цінової конкурентоспроможності неціновою;

зменшення різниці між внутрішніми і зовнішніми цінами відповідно до скорочення розбіжності між рівнем життя населення в Україні та у Європейському Союзі;

кардинальне підвищення загальної конкурентоспроможності економіки, особливо підприємницького середовища, яке відповідно сприятиме розширенню припливу в країну прямих іноземних інвестицій.



Висновки до розділу 2.

Зовнішня торгівля і, зокрема, експорт мають для економіки України няtkово важливе значення. Так наприклад, якщо у США та Японії спортні надходження займають всього 10% у структурі валового утрішнього продукту, у Франції та Польщі - майже 20%, то в Україні у 02 р. частка експорту товарів у ВВП становила 32% і послуг - майже 10 %.

Таким чином, значення зовнішньої торгівлі, яка лишається чи не яким важелем оперативного виведення української економіки із тривалої кризи, важко переоцінити.

Як показав проведений у ході дослідження модельний аналіз, динаміка спорту українських товарів та послуг останніми роками визначалася сьомановними факторами.

Найбільш впливовий - це рівень сумарного виробництва промислової продукції в країнах-імпортерах української продукції. Він забезпечує 54% умарного приросту українського експорту. Збільшення виробництва в країні промислової, сільськогосподарської та будівельної продукції - 19%; остання середнього індексу експортних цін по країнах-імпортерах - 14%; иження індексу роздрібних цін по Україні - 5%; зниження тарифів у країнах далекого зарубіжжя - 4%; збільшення прямих іноземних інвестицій - 3%; підвищення валютного курсу - 1,2%. Такі показники є природними, бо 93% українського експорту останніх років у ці країни складають товари не виробничого призначення, і тільки 7-20% - товари кінцевого використання.

Отже, останніми роками майже всі чинники (крім валютного курсу), які значали зростання експорту українських товарів, мають зовнішнє походження, а фактори вітчизняного походження викликали лише зменшення експорту. На нашу думку, для збільшення українського експорту необхідно:



Розвивати конкурентоспроможне експортне виробництво.

Стримувати інфляцію.

Залучати більше іноземних інвестицій, які водночас дуже сильно впливають і на успішне вирішення першого завдання.

Поступово девальвувати гривню.

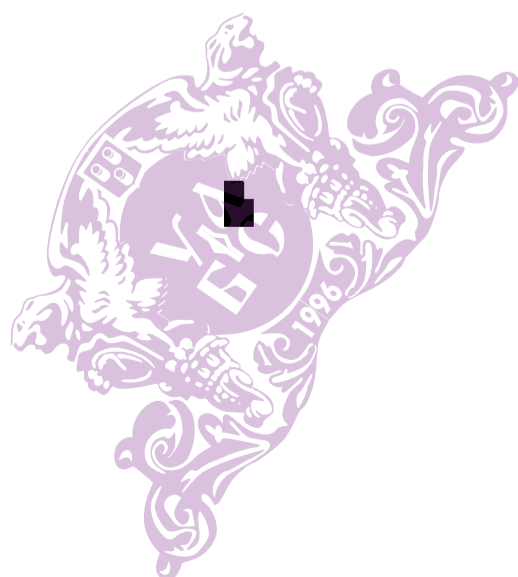
Однією з пріоритетних галузей української промисловості є металургія. При цьому, і це є особливо важливим, металургійна галузь має досить великий експортний потенціал. В даний час екпортується порядку 80-90% виготовленої продукції. Отже, ця стратегічна галузь забезпечує близько 45-48% всіх валютних надходжень України, а в структурі ВВП займає приблизно 25-27%.

В процесі написання дисертаційної роботи нами було досліджено основні види фінансових ризиків підприємств-експортерів металургійної продукції та визначено ступінь їхнього впливу на діяльність цих підприємств.

До основних фінансових ризиків, притаманних діяльності підприємств-експортерів, належать: валютний, кредитний, податковий, ризик ліквідності, інфляційний та ціновий.

При проведенні аналізу особливу увагу було приділено валютному, як специфічному виду ризиків, характерному для підприємств, що займаються зовнішньоекономічною діяльністю та здійснюють розрахунки з контрагентами в іноземній валюті.

Найпростішим способом уникнення валютного ризику є використання якості форми розрахунку попередньої оплати (авансового платежу) за допомогою такого фінансового інструменту як банківський переказ по системі SWIFT. Необхідно зазначити, що така форма розрахунків вигідна підприємству при експорті, а при імпорті може призвести до негативних наслідків.



У рамках тенденцій розвитку економіки, що намітилися в Україні з найбільш актуальних і першочергових проблем для вітчизняних підприємств є ефективна організація їхньої зовнішньоекономічної діяльності, ма, задача формування валютної політики підприємства, основною якої являється валютними ризиками, що виникають у результаті курсових змін.

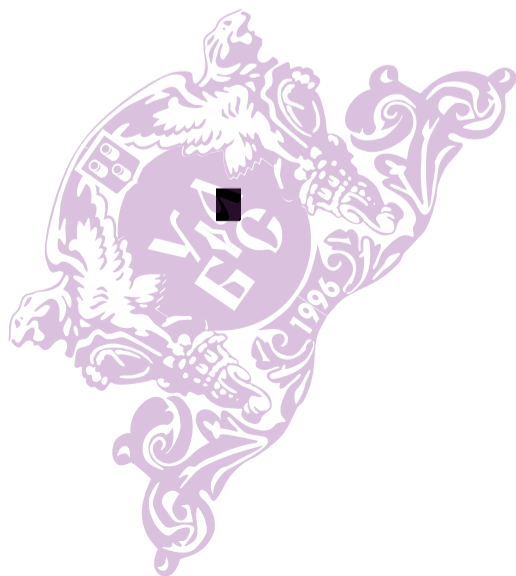
У силу того, що вітчизняні підприємства порівняно недавно стали самостійними на світових ринках, у них ще не вистачає досвіду та фіксації у формуванні власної валютної політики. Крім того, на жаль, більшість українських підприємств не має аналітичних відділів і не користується послугами консалтингових структур. Отже, виникає питання оптимізації фінансових підсистем компаній з метою їхньої націленості на формування валютної політики підприємства.

В цілому, валютну політику підприємства можна визначити як частину загальної фінансової стратегії, що полягає в розробці системи заходів з метою нейтралізації можливого негативного впливу на діяльність підприємства, викликаного несприятливими змінами валютних курсів.

Валютна політика підприємства формується у кілька етапів. Менеджер переходить до наступного етапу тільки після прийняття позитивного рішення рішення на попередньому етапі. Хоча усі ступіні політики і рядковані загальній задачі, але дуже відрізняються один від одного. кожен етап має бути орієнтованим на постановку мети, вибір способів нейтралізації і визначення кінцевого результату.

Критерієм визначення ефективності валютної політики підприємства є валютозаощаджуючий експорт і валютозаощаджуючий імпорт.

Для успішного й ефективного вирішення проблем валютної політики підприємстві доцільним виглядає створення відділу менеджменту валютних ризиків, до складу якого будуть входити менеджери з управління валютним ризиком, фахівець із прогнозування валютних



ків, фінансовий аналітик. Політика даного відділу повинна формуватися у ємодії з маркетинговою службою і виробничим відділом. Це виробітництво допоможе поліпшити управління конкурентною позицією підприємства.

Проблема управління валютними ризиками тісно пов'язана з діями організації внутрішнього валютного ринку у країні та прогнозуванням валютного курсу. Одним із найбільш важливих напрямів є введення центральним банком відповідної валютно-курсової політики, яка має бути спрямованою на стимулювання експорту та зростання виробництва, або навпаки сприяє імпортному насиченню країни. Не є винятком і Національний банк України, який регулюючи валютний ринок та впливаючи на процес формування валютного курсу та його динаміку, переслідує певні цілі, у тому числі й стратегічні для країни. Україна є експортоорієнтованою країною, тому питання валютно-курсової політики НБУ та її впливу на конкурентоспроможність вітчизняних експортерів, у тому числі і на процес управління валютними ризиками, є одним з найважливіших.

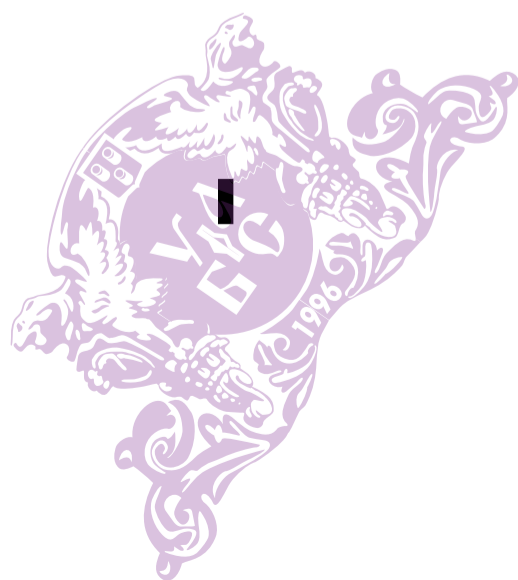
Протягом останніх декількох років Національний банк України при впровадженні своєї валютно-курсової політики використовує специфічний показник - реальний ефективний обмінний курс гривні (REER). Динаміка цього показника надає Нацбанку відносно точний інструмент прогнозування платіжного балансу країни, і тому є незаперечним аргументом у політичній дискусії з експортерами, які вимагають девальвувати гривню.

Реальний ефективний валютний курс розраховується як відношення між національною валютою та валютами 18 основних країн-партнерів за експортом, зважене з урахуванням обсягу валютних операцій з цими країнами (на відміну від номінального валютного курсу, який відбиває номінальну ціну національної валюти, виражену у валюті інших країн). Крім



ого, REER враховує зміни рівнів цін та (або) інших показників в країнах-партнерах.

Нинішня політика Національного банку сприяє збереженню позитивного впливу валютного курсу на фінансову стабільність, зниження рівня інфляції. Найближчим часом можна очікувати збереження стабільності в валютному ринку з незначною девальвацією гривні – така точка зору анкiрiв на перспективи курсової політики НБУ. Подібному прогнозу сприяють позитивне сальдо торговельного балансу, девальваційний запас у національній валюті і непохитна рішучість центрального банку утримувати фіксований курс в незмінному виді.



Державний вищий навчальний заклад
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”

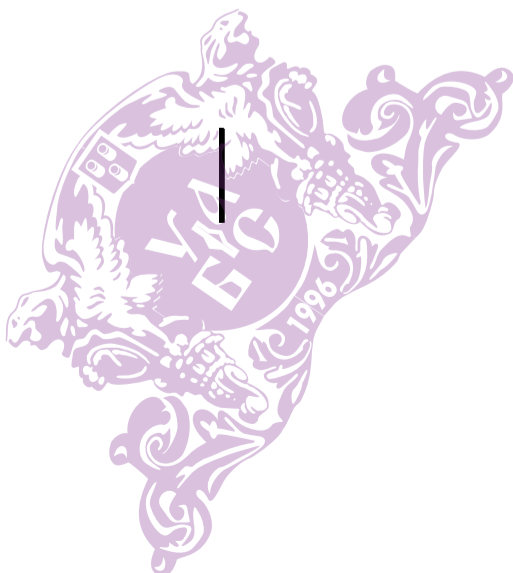
State Higher Educational Institution
“UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE”

РОЗДІЛ 3. ВДОСКОНАЛЕННЯ ПРОЦЕСУ УПРАВЛІННЯ ВАЛЮТНИМИ РИЗИКАМИ ПІДПРИЄМСТВ-ЕКСПОРТЕРІВ

1. Прогнозування валютного курсу як інструмент управління валютними ризиками

Бажання учасників валютного ринку знати майбутній валютний курс – це лише цікавість, але й можливість врятувати або збільшити свій капітал. Аналіз процесів, що відбуваються в економіці в даний час, виявлення загальних закономірностей і тенденцій їхнього розвитку дозволяють із певним ступенем вірогідності спрогнозувати зміну валютних курсів у майбутньому. Інтерес до проблем прогнозування валютних курсів з'явився порівняно недавно (20-25 років тому) після переходу більшості розвинених країн світу до системи вільно плаваючих курсів і бурхливого розвитку міжнародної торгівлі. Система золотого стандарту, що існувала з початку 19 століття до 30-40-х рр. 20 ст. автоматично регулювала валютні курси, тому що кожна валюта мала свій золотий вміст. Під час функціонування Бреттон-Вудської валютної системи з її стабільними валютними паритетами, вираженими одночасно в золоті та доларах США, ринкові курси валют не повинні були відхилятися від фіксованих доларових паритетів цих валют початку більше ніж на 1%, а потім більш ніж на 2,25%. Таким чином, коливання обмінних курсів були настільки незначними, що їх спокійно можна було залишати без уваги.

Після підписання країнами-членами Міжнародного валютного фонду у 1976 р. Ямайської (Кінгстонської) угоди (Кінгстон, Ямайка) було офіційно скасовано демонетизацію золота, скасовано його офіційну ціну і золотий паритет валют. Крім того, поряд з фіксованими валютними курсами було введено режим вільного курсоутворення на базі "плаваючих" валютних



рсів – флоатинг. Таким чином, для хеджування валютних ризиків постала обхідність прогнозування валютних курсів.

Вчені та економісти багатьох країн неодноразово розпочинали спроби будови математичних моделей прогнозування валютних курсів, але більшість цих спроб не увінчалася успіхом. Більшість фахівців прийшли до достайної думки, що в основі цієї моделі повинна лежати теорія паритету півельної спроможності (PPP). Прогнози валютних курсів, які базуються на них про грошову масу та національний доход, що були започатковані в 73-79 рр., дали значну розбіжність із реальністю.

Найбільш показовим прикладом є 1979 рік, коли курси основних ітових валют відносно долара США змінилися в набагато більшому упені, ніж це прогнозувалося. Ці розбіжності були викликані боюваннями з приводу зростання інфляції у США через Іранську волюцію і ситуацію, що склалася в результаті захоплення американських ручників у Тегерані. Але ці події суттєво не відбилися на стані грошової ки та реального прибутку країни, а отже, не могли бути враховані в огнозі. Нижче наведені прогнози та реальна зміна курсів деяких світових лют красномовно свідчать про складність побудови ефективної моделі огнозування (табл. 3.1).

Таблиця 3.1

Прогнозні та дійсні зміни обмінних курсів деяких світових валют до долара США у 1979 р.

Валюта	Прогнозована зміна курсу, %	Дійсна зміна курсу, %	Помилка у прогнозі, %
галійська ліра	- 49,7	- 58,8	9,1
ританський фунт герлінгів	- 41,7	- 29,8	11,9
Швейцарський франк	+ 37,8	+ 67,4	29,6
іпонська єна	+ 35,6	+ 28,7	6,9



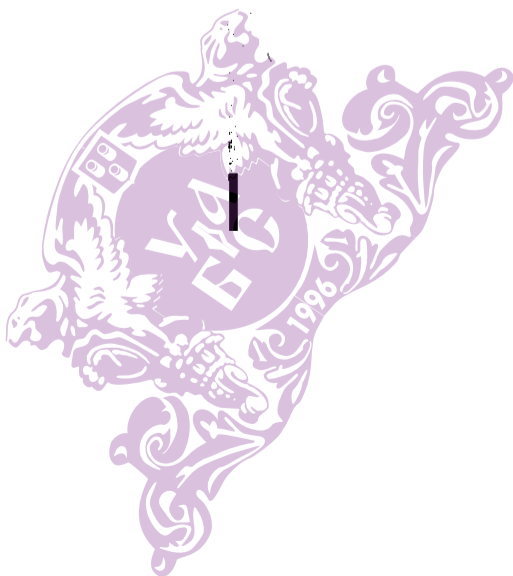
Причин подібних невдач може бути декілька:

Стан національної валюти відбиває стан всієї національної економіки та процесів, що у ній відбуваються. На зміни валютного курсу в тому чи іншому ступіні впливають всі істотні зміни, що відбуваються в даній країні та в світі. У моделях же враховується лише декілька основних показників. Тому, коли відбуваються значні зміни якогось чинника, постійний вплив якого на курс невеликий і котрий, як правило, не враховується, майбутню зміну курсу передбачити дуже важко, чим, зокрема, і пояснюється розбіжність прогнозованих і реальних курсів світових валют відносно долара США в 1979 р.

Для розрахунку валютного курсу використовуються статистичні дані, які прогнозуються на розглянутий період часу, що може відрізнятись від реальних даних. Це значно збільшує можливість помилок у прогнозі.

При системі вільно плаваючих валютних курсів обмінний курс визначається збалансованістю попиту і пропозиції на відповідну валюту. Нестабільність економічної ситуації, що є характерною, зокрема, для України, створює нерівномірність у попиті та пропозиції на валюту протягом року, тому прогнози, які базуються на цих показниках, узагальнених за рік, можуть значно розходитися з реальним положенням справ. Отже, необхідно брати до уваги причини, що викликають нерівномірний розподіл попиту та пропозиції на валюту протягом року, і поведінку учасників валютного ринку у випадках, коли попит перевищує пропозицію та коли пропозиція перевищує попит (тобто враховувати еластичність попиту і пропозиції на валютному ринку).

Важливою проблемою є визначення лагів – проміжків часу між початком зміни чинників і початком зміни курсу. Наприклад, між наданням державних кредитів та їхнім впливом на валютний курс у середньому простежується часовий проміжок у чотири місяця, інші



чинники мають свої часові лаги. Без урахування цих обставин кількість помилок у прогнозуванні буде зростати [111].

Існуючі методи прогнозування валютного курсу можна умовно зділити на дві групи:

статистичні методи (проводяться на основі кількісного аналізу);

методи експертних оцінок (проводяться на основі якісного аналізу).

Статистичні методи прогнозування розробляються на основі:

показових функцій;

ступінних функцій;

динамічних рядів;

аналітичних залежностей.

Розглянемо особливості цих моделей.

Отже, модель прогнозування валютного курсу на основі показових функцій. Показові функції узагальнено мають наступний вигляд:

$$V_k = k_1 \chi_1 + k_2 \chi_2 + \dots + k_n \chi_n, \quad (3.1)$$

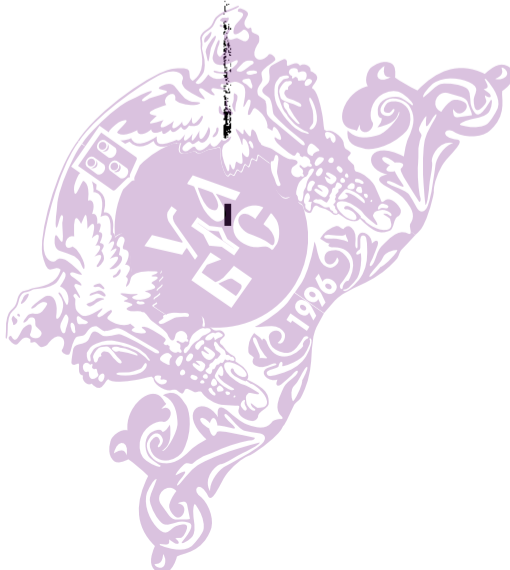
V_k – валютний курс;

$\chi_1, \chi_2, \dots, \chi_n$ – чинники, що впливають на формування валютного курсу;

k_1, k_2, \dots, k_n – коефіцієнти, що характеризують зв'язок між чинниками та потним курсом.

Процес прогнозування відбувається таким чином. Визначаються чинники, що впливають на формування валютного курсу. По кожному з цих чинників роблять добірку відповідних статистичних даних за період часу, що вглядається. Потім за допомогою чисельних методів знаходять коефіцієнти k_1, k_2, \dots, k_n . Цей процес є досить важким і вимагає великої кількості часу навіть використанням найсучаснішої обчислювальної техніки.

Для підвищення надійності прогнозу валютного курсу потрібен аналіз можна більшої кількості чинників. Це, у свою чергу, породжує проблему збору статистичних даних, оскільки у вітчизняній статистиці протягом останніх років за багатьма показниками дані відсутні повністю або частково.



Необхідно відзначити, що на підставі даної моделі практично можливо визначити залежність між валютним курсом і чинниками, що впливають на нього, а також взаємовплив чинників один на одного і, отже, не можна вірогідно простежити вплив змін чинників як на стан валютного курсу, так і на інші чинники, що входять у дану модель.

Цей метод може застосовуватися в якості допоміжного при комплексному дослідженні проблем, пов'язаних із прогнозуванням валютних курсів.

Іншою моделлю прогнозування валютного курсу є математична модель на основі ступінних функцій.

Ступінні функції узагальнено мають наступний вигляд:

$$V_k = v_0 \cdot C_1^{v_1} \cdot C_2^{v_2} \cdot \dots \cdot C_n^{v_n}, \quad (3.2)$$

де V_k – валютний курс;

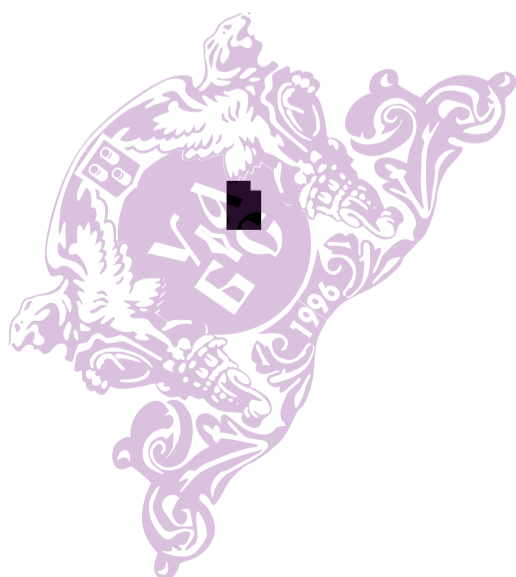
C_1, C_2, \dots, C_n – чинники, що впливають на формування валютного курсу;

v_0, v_1, \dots, v_n – коефіцієнти, що характеризують зв'язок між чинниками і валютним курсом.

Процес прогнозування дуже схожий із прогнозуванням на основі логарифмічної функції, і всі зауваження, що були висловлені з приводу попереднього методу, є справедливими і для прогнозування на основі ступінної функції. Відмінність полягає в тому, що даний метод дає більш точні результати.

Валютні курси можна також прогнозувати на основі динамічних рядів, які являють собою статистичні дані, що відображають розвиток досліджуваного явища в часі. Будь-який розглянутий ряд динаміки має два основних елементи: показник часу і відповідний йому рівень розвитку явища.

У якості показника часу виступають окремі періоди часу (рік, квартал, місяць і т.інш.) або певні моменти часу (наприклад, певні дати).



Основна умова одержання правильних висновків при аналізі рядів динаміки – співставність та порівнянність елементів. Відносно валютного курсу це означає, що якщо в характері його зміни в часі буде довільно виявлятися вплив разових чинників, що призводять до випадкової зміни валютного курсу, то на підставі лише динамічного ряду побудувати точний прогноз неможливо.

Чинники, що впливають на формування валютного курсу при використанні цього методу можна розділити на ті, що постійно діють і на ті, що мають визначальний вплив на валютний курс. Ці чинники формують основну тенденцію розвитку (тренд). Вплив інших чинників виявляється періодично, що викликає повторення в часі коливань значень у динамічному ряді. Дії випадкових чинників проявляються у вигляді короткострокових випадкових змін у значеннях рядів динаміки.

Перевагою цього методу є те, що при графічному зображенні динамічного ряду часто буває можливий візуальний аналіз досліджуваного явища. Наприклад, при розгляді динаміки зміни валютного курсу на торгах Української міжбанківської валютної біржі або на міжбанківському валютному ринку за декілька років можна виділити періодичні повторення, викликані сезонними коливаннями, а також ряд випадкових змін, викликаних разовими, але досить яскраво вираженими явищами, на які відреагував валютний ринок.

І, нарешті, модель прогнозування валютного курсу на основі статистичних залежностей.

Дана модель будується на основі аналізу механізму утворення валютного курсу. Вигляд формули в цьому випадку буде залежати від характеру та виду взаємодіючих чинників, що впливають на формування валютного курсу. За основу даної моделі взята гіпотеза про паритет купівельної спроможності. В ідеальному випадку модель матиме наступний вигляд:



$$V_k = (M/VBП) / (M_3/VBП_3), \quad (3.3)$$

V_k – валютний курс;

M – пропозиція грошей у даній країні;

M_3 – пропозиція грошей за кордоном;

$VБП$ – реальний валовий внутрішній продукт у постійних цінах у даній країні;

$VБП_3$ – реальний валовий внутрішній продукт у постійних цінах за кордоном.

Далі при розгляді реальних економічних систем додаються нові фактори, й узагальнена модель приймає наступний вигляд:

$$V_k = [(MЧ_1 + Ч_2) / (Ч_3 - VБП/Ч_4)] / [(M_3 + Ч_5) / (VБП_3Ч_6)], \quad (3.4)$$

V_k – валютний курс;

M – пропозиція грошей у даній країні;

M_3 – пропозиція грошей за кордоном;

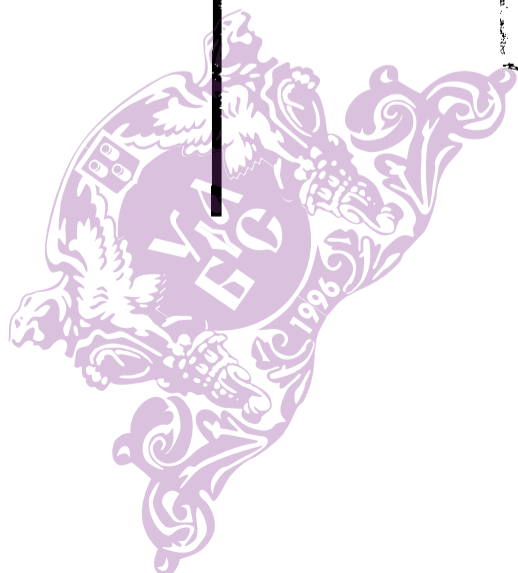
$VБП$ – реальний валовий внутрішній продукт постійних цінах у даній країні;

$VБП_3$ – реальний валовий внутрішній продукт в постійних цінах за кордоном;

$Ч_1, Ч_2, \dots, Ч_6$ – чинники, що впливають на формування валютного курсу.

Для одержання ефективної моделі прогнозування необхідно провести глибокий аналіз характеру впливу курсоутворюючих чинників на формування валютного курсу. Як і в раніше розглянутих моделях важливу роль тут відіграє наявність статистичних даних, які стосуються розглянутих факторів і динаміки валютного курсу.

Певну складність у даному випадку представляє аналіз характеру впливу деяких чинників на валютний курс. Теоретичне прогнозування на основі даної моделі може бути найбільш точним, але для цього необхідно виконати величезну аналітичну роботу з пошуку чинників, виявлення закономірностей у їхній динаміці, характеру впливу на валютний курс у



них можливих ситуаціях, урахуванню часових лагів між початком змін у фінансових показниках, що визначають динаміку валютного курсу, і зміною самого валютного курсу, а також з урахування одночасного впливу на зміну валютного курсу можливих різних змін декількох чинників. Оскільки для цієї роботи вимагаються значні обсяги статистичних даних і їхня обробка, у тому числі з використанням методів, що розглядалися вище, виконання її під силу тільки великій державній організації, або крупним фінансово-кредитним підприємствам.

Як уже зазначалося, поряд із статистичними, тобто кількісними методами прогнозування валютного курсу існують методи якісного аналізу, зокрема методи експертних оцінок. Вони дозволяють зробити якісну оцінку досліджуваного явища і розкривають загальні тенденції розвитку того чи іншого процесу. Використання цього методу в комплексному дослідженні проблем дозволяє знизити помилку прогнозу при нестачі статистичних даних. Найчастіше застосовуються наступні методи експертних оцінок:

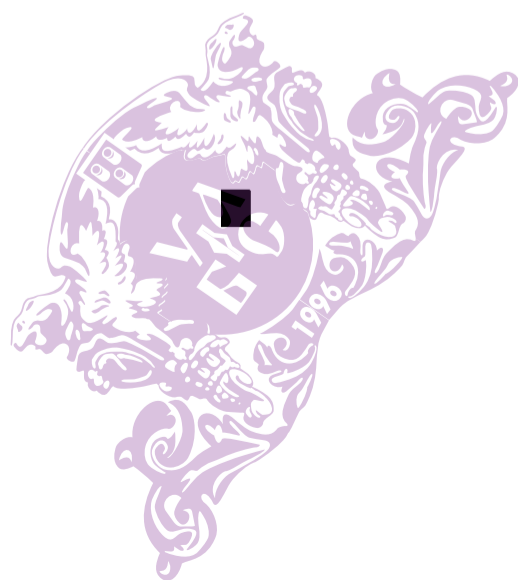
метод написання сценаріїв;

метод оцінки за окремими показниками.

Метод написання сценаріїв реалізується наступним чином: розглядаються різні варіанти розвитку подій; у кожного з них, у свою чергу, може бути декілька варіантів розвитку ситуації, що породжують нові події, і так інше, тобто будується так зване "дерево" сценаріїв. Після оцінки ймовірності кожної події з цих варіантів вибирається той, що є найбільш перспективним.

Найбільш раціонально використовувати розглянутий метод для утримання загального уявлення про стан як валютного ринку, так і зовнішнього економічного середовища в цілому.

При використанні методу оцінки за окремими показниками встановлюються кореляційні залежності між динамікою зміни окремих фінансових показників і динамікою валютного курсу, і визначається ступінь кореляції.



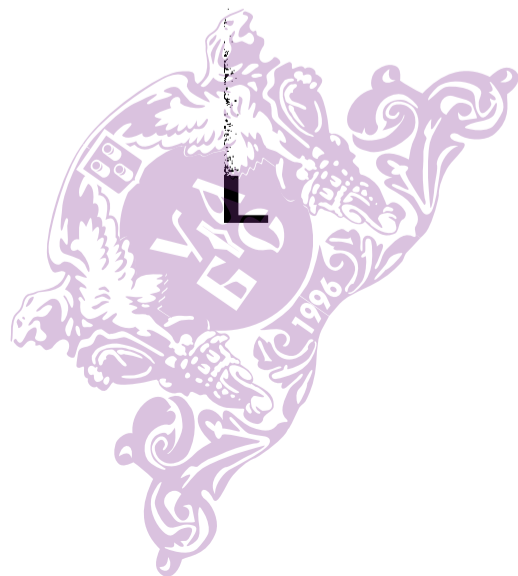
рогнозування валютного курсу ведеться на основі одержаних залежностей (частіше усього встановлюється залежність між валютним курсом та інфляцією).

Наприклад, за допомогою статистичних даних за 2000 рік, що характеризують вплив інфляції на валютний курс, нами було визначено гупінь кореляції, на підставі якого було зроблено висновок про ступінь залежності між цими двома чинниками. Після проведення розрахунків коефіцієнт, що зв'язує в нашому прикладі річний рівень інфляції (25,8%) зі значенням зміни валютного курсу USD/UAH за період з 1 січня 2000 року, коли він дорівнював 5,2163 по 31 грудня 2000 року, коли він дорівнював 5,4345 (тобто динаміка його зростання склала 4,2%), дорівнював 0,16 (4,2:25,8).

Таким чином, нами була отримана залежність між рівнем інфляції та зміною валютного курсу. Отже, спираючись на отримані дані, можна було б тверджувати, що оскільки рівень інфляції у наступному 2001 році склав 1,1%, то прогнозне зростання валютного курсу мало б бути на рівні 1%.

А тепер порівняємо отримані прогнозні дані з реальними. На 1 січня 2001 р. офіційний обмінний курс USD/UAH, встановлений НБУ, склав 5,4345 гривні за 1 долар США. Таким чином, згідно з розрахованою залежністю, на 01.2001 він повинен був становити приблизно 5,4888 ($5,4345 + 5,4345 \times 0,01$) гривень за 1 американський долар. Але в дійсності валютний курс USD/UAH дорівнював – 5,2985, тобто в дійсності мала місце не девальвація, а девальвація гривні в розмірі 2,5%.

Цей метод є досить простим у використанні, він не вимагає побудови складних залежностей і великого обсягу обчислень. Визначення певних залежностей між валютним курсом та основними курсоутворюючими факторами, наприклад, між валютним курсом та інфляцією, валютним курсом і ставкою рефінансування, валютним курсом і станом платіжного балансу, валютним курсом і рівнем валового внутрішнього продукту тощо, а



кож подальше порівняння результатів можуть збільшити вірогідність правильності прогнозу.

Але, на жаль, точність цього методу різко зменшується в умовах нестабільного фінансово-економічного середовища, що є характерним, зокрема, і для України.

Таким чином, у цьому випадку найбільш розумно використовувати метод оцінки за окремими показниками у якості допоміжного при прогнозуванні самого курсу і при визначенні чинників, що на нього впливають, а також для одержання загального уявлення про стан і найбільш можливий розвиток валютного ринку.

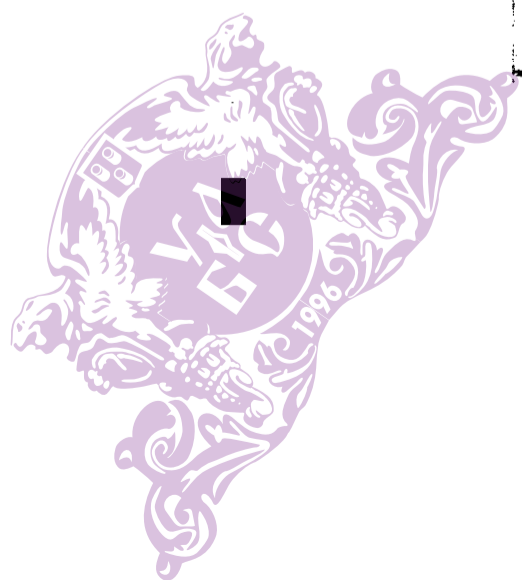
Як уже зазначалося, найбільш ефективною є модель, що побудована на основі аналітичних залежностей.

Чинники, що впливають на утворення валютного курсу, вже були нами розглянуті, а тепер проаналізуємо деякі особливості аналітичної моделі.

Дана модель базується на гіпотезі про паритет купівельної спроможності.

У довгостроковій перспективі існує тенденція вирівнювання цін у двох різних країнах на стандартні товари для міжнародної торгівлі. Пояснюється це тим, що як тільки внаслідок будь-яких причин ціна на деякий товар, наприклад зерно пшениці, підвищиться в одній країні, то продавці пшениці цієї країни, щоб одержати додатковий прибуток, направлять свій товар у іншу країну, у результаті чого ціни на пшеницю в обох країнах вирівнюються, цінники підвищившись (така ситуація стає можливою за обставин, коли між країнами відбувається вільна торгівля і вартість транспортування є незначною в порівнянні з ціною товару).

Припущення про те, що міжнародний економічний обмін згладжує коливання в динаміці цін на основні товари, які беруть участь у міжнародній торгівлі, призводить до підтвердження теорії паритету купівельної



проможності, яка зв'язує внутрішні ціни країн із вартістю їхніх національних валют. Ця залежність має наступний вигляд:

$$V_k = C / C_z, \quad (3.5)$$

- де V_k – валютний курс;
- C – рівень цін у даній країні;
- C_z – рівень цін за кордоном.

Ще однією аналітичною моделлю є модель ідеального процесу міжнародного економічного обіміну.

Ідеальна модель економіки країни наведена у кількісній теорії попиту на гроші, відповідно до якої пропозиція грошей будь-якої країни дорівнює попиту на гроші, який у свою чергу прямо пропорційний вартості ВВП. Кількісна теорія встановлює такі залежності між рівнем цін, валовим внутрішнім продуктом та пропозицією грошей у двох країнах:

$$M = k \times C \times \text{ВВП}; \quad (3.6)$$

$$M_z = k_z \times C_z \times \text{ВВП}_z, \quad (3.7)$$

- де M – внутрішня пропозиція грошей;
- M_z – зовнішня пропозиція грошей;
- C – рівень цін у даній країні;
- C_z – рівень цін за кордоном;
- ВВП – валовий внутрішній продукт у даній країні;
- ВВП_z – валовий внутрішній продукт за кордоном;
- k, k_z – коефіцієнти, що обумовлюються рівнем цін.

Тепер можна визначити співвідношення рівнів цін між країнами:

$$C / C_z = (M / M_z) \times (\text{ВВП}_z / \text{ВВП}) \times (k_z / k) \quad (3.8)$$

Передбачається, що співвідношення k_z/k має постійний характер і дорівнює приблизно одиниці. З урахуванням цього рівняння матиме наступний вигляд:

$$C / C_z = (M / M_z) \times (\text{ВВП}_z / \text{ВВП}) \quad (3.9)$$



Поєднавши рівняння паритету купівельної спроможності та рівняння якісної теорії грошей, одержимо рівняння залежності валютного курсу від грошової маси та ВВП. Якщо в одержаній моделі до грошової маси додати мір чистого експорту капіталу, а ВВП представити у вигляді його складових, то модель матиме наступний вигляд:

$$V_k = [(M + C^k) / (M_z + C^k_z)] [(V^{c_z} + I^{n_z} + C^{c_z}) / (V^c + I^n + C^c)], \quad (3.10)$$

V_k – валютний курс;

M, M_z – внутрішня та зовнішня пропозиція грошей;

C^k, C^k_z – чистий експорт капіталів у країнах;

V^c, V^{c_z} – витрати на споживання у країнах;

I^n, I^{n_z} – розміри інвестицій;

C^c, C^{c_z} – чистий експорт товарів.

У моделі регульованого стабільного процесу міжнародного номічного обміну, що застосовується у країнах зі стабільною економікою, утворюючих чинників додаються регулюючі чинники, що можуть впливати або на зміну обсягів грошової маси, або на зміну обсягів валового внутрішнього продукту. Таким чином, у цій моделі дані чинники виступають у вигляді "суперпозиції" у відповідності з грошовою масою або з ВВП. "Суперпозиція" кожного чинника буде визначатися відповідним економічним ефектом.

Ця модель дає досить чітке уявлення про важелі впливу на валютний курс і про результати їхнього впливу.

І, нарешті, модель регульованого кризового процесу міжнародного номічного обміну.

У цій моделі, що характеризує зміну валютного курсу при кризових ситуаціях в економіці, до утворюючих та регулюючих чинників додаються зовнішні чинники. У кризовій ситуації частина функцій національної валюти переходить до іноземної валюти. Зокрема, іноземна валюта починає гравати роль засобу нагромадження.



Ще одна відмінна риса даної моделі – зростання впливу разових, падкових чинників на стан валютного курсу. У цілому, динаміка валютного курсу при кризових проявах економіки відрізняється підвищеною стабільністю та великою амплітудою коливань відносно тренда – основної тенденції руху валютного курсу.

Таким чином, ми розглянули систему чинників, що впливають на формування рівня та динаміки валютного курсу, а також основні методи його прогнозування. На наш погляд, вибір того чи іншого методу дослідження лежить від багатьох факторів, основними з яких є наступні:

- мета дослідження, для якого створюється модель;
- дослідження сутності процесу, виявлення його внутрішніх закономірностей;
- можливості та наслідки впливу на процес;
- прогнозування наслідків того чи іншого впливу на процес;
- прогнозування валютного курсу без детальної оцінки чинників, які його визначають;
- наявність бази даних для проведення аналізу (її обсяг та структура);
- наявність аналізу чинників (характер впливу окремих чинників на модель, якісна й кількісна оцінка, урахування часових лагів тощо);
- наявність відповідного технічного забезпечення [57].

Таким чином, можна стверджувати, що прогнозування валютного курсу є одним з найважливіших інструментів управління валютними ризиками, зокрема операційними та валютно-економічними.



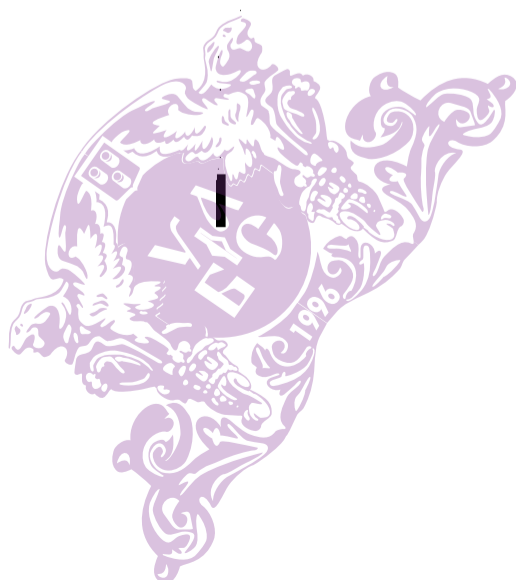
1.2. Використання валютних деривативів для хеджування валютних ризиків підприємств

Процеси формування міжнародних фінансових ринків, які досягли найбільшого розвитку в 90-х рр., із впевненістю можна віднести до найвизначніших явищ економічного життя ХХ століття. Зростання міжнародних потоків капіталу, що є одним з найважливіших індикаторів фінансової глобалізації, супроводжується підвищенням фінансових (валютних) ризиків, що у свою чергу створює додаткову потребу в проведенні операцій хеджування. У міжнародній практиці хеджування пов'язується з функціонуванням ринку фінансових деривативів і є одним з найпоширеніших підходів до управління ризиками.

У процесі ринкової трансформації нові сегменти фінансового ринку почали формуватися і в Україні. І хоча вітчизняні підприємці тільки найомляться з сучасними видами фінансових інструментів та можливостями, які вони відкривають для підвищення ефективності діяльності, але як показує практика операції з похідними фінансовими інструментами стають дедалі популярнішими у всіх сферах підприємництва, часто формуючи суттєву частину доходів суб'єктів господарювання [58].

Перша спроба практичного впровадження фінансових деривативів на внутрішньому ринку України не виявилася настільки успішною, як очікувалося. Це сталося внаслідок цілої низки причин як об'єктивного, так і суб'єктивного характеру. Досвід, набутий у процесі практичної реалізації ідеї оргівлі фінансовими деривативами, критично осмислено та проаналізовано з позицій сьогодення, що дає змогу оцінити здобутки і знайти прорахунки, які мають бути враховані в подальшій діяльності.

Нині, у зв'язку із впровадженням та використанням в Україні режиму плаваючого валютного курсу, операції з валютними деривативами мають привернути увагу значної кількості потенційних учасників, оскільки вони



вважаються найефективнішим механізмом зниження цінних і валютних ризиків.

В дисертаційній роботі ми спробували розглянути приклади використання строкових валютних угод (валютних деривативів) для зменшення ризиків, пов'язаних із зміною валютних курсів на прикладі конкретного зовнішньоторговельного контракту.

15 серпня 2003 року вітчизняне підприємство-експортер уклало угоду з іноземним контрагентом на постачання металургійної продукції на суму 250000 доларів США. Умовами контракту передбачено, що поставка продукції відбувається на умовах FCA. При цьому іноземний контрагент сплачує авансом 20% від суми контракту. Решта, тобто 80% від суми контракту сплачується після відвантаження продукції. Орієнтовно це складає 3 місяці. Валютою ціни та валютою платежу в контракті є долар США. На час укладання угоди, тобто 15 серпня 2003 року на міжнародному валютному ринку "форекс" середнє значення поточного курсу (спот-курсу) EUR/USD складало 1,1260. В момент здійснення остаточних розрахунків через 3 місяці, тобто 15 листопада 2003 року, фактичне значення спот-курсу EUR/USD на ринку форекс склало 1,1775.

Таким чином, за період між датою укладення контракту і датою здійснення остаточного платежу за ним валюта ціни і валюта платежу – долар США знецінилась відносно євро на 4,6%. Втрати вітчизняного експортера склали ті ж самі 4,6% (EUR 38842). При умові, якщо б контракт було б укладено в євро він, навпаки, виграв би. Отже, вітчизняне підприємство зазнало збитків в результаті виникнення операційного валютного ризику.

У зв'язку з тим, що курси майже всіх валют періодично коливаються внаслідок різноманітних причин, практика міжнародних економічних відносин напрацювала різні стратегії захисту від валютних ризиків, які б могли бути примінені і нашим підприємством. Одним з найбільш



повсюджених методів хеджування валютних ризиків є застосування валютних деривативів, які, на жаль, не використовувалися і на сьогоднішній день майже не використовуються вітчизняними підприємствами. Їх згідно з чинного законодавства вони практично не мають такої можливості включення складають лише форвардні контракти).

Таким чином, перш за все, розглянемо приклад застосування форвардної угоди для хеджування валютного ризику українського експортера на 80% суми контракту, тобто на 1 млн. доларів США. При цьому застосуємо метод розрахунку курсу "аутрайт", який базується на різниці у процентних ставках за різними валютами (цей метод було детально описано в першому розділі).

15 серпня 2003 року спот-курс EUR/USD = 1,1250-1,1270.

Орієнтовні середні значення річних процентних ставок на міжнародному міжбанківському ринку позичкових капіталів складають:

- по депозитах у USD – 5,2%;
- по кредитах у USD – 6,4%;
- по депозитах у EUR – 4,0%;
- по кредитах у EUR – 5,0%.

Термін форвардної угоди у даному випадку співпадає з терміном достаточної сплати за зовнішньоторговельним контрактом і становить 3 місяців (90 днів).

Таким чином, експортер, аби застрахувати себе на випадок значної зміни валютного курсу, укладає форвардну угоду за курсом "аутрайт", форвардну маржу для якого можна розрахувати наступним чином:

$$M_{\text{куп.}} = \frac{1,1250 * (5,2 - 5,0) * 90}{360 * 100 + 5,0 * 90} = 0,0006 \quad (3.11)$$



$$\text{Мпр.} = \frac{1,1270 * (6,4 - 4,0) * 90}{360 * 100 + 4,0 * 90} = 0,0067 \quad (3.12)$$

Таким чином, маємо форвардним диференціал у вигляді форвардної премії 6-67 пунктів (0,0006-0,0067).

3-х місячний валютний курс “аутрайт” EUR/USD на 15 листопада 2003 року, який було розраховано 15 серпня 2003 року складав би:

$$\text{Курс купівлі (EUR/USD}_{\text{buy}}) = 1,1250 + 0,0006 = 1,1256 \quad (3.13)$$

$$\text{Курс продажу (EUR/USD}_{\text{sell}}) = 1,1270 + 0,0067 = 1,1337 \quad (3.14)$$

Після отримання 15 листопада валютної виручки у розмірі USD 1 млн. ми конвертуємо її у євро за курсом продажу 1,1337 і отримуємо EUR 882068 (1000000/1,1337). 1,5 % від суми укладеної форвардної угоди, тобто 13231 євро ми сплачуємо як комісію банку. Після цього у підприємства залишилося EUR 868837 (882068-13231).

Таким чином, збитки вітчизняного експортера за рахунок укладення форвардної угоди було зменшено з 38842 до 19262 євро.

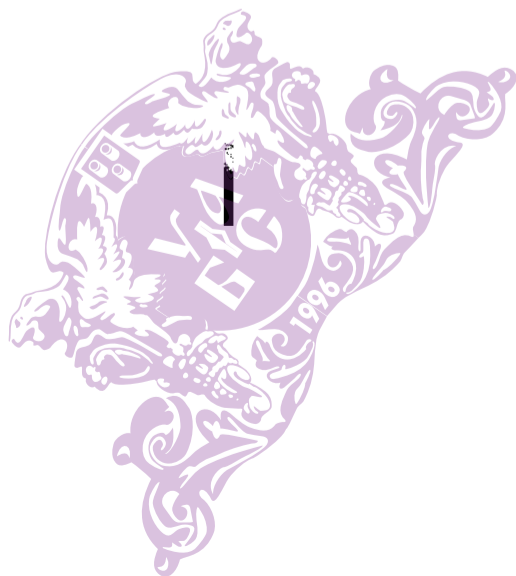
Зазначимо, що на сьогодні вітчизняні банки мають можливість укладення форвардних угод на міжнародних валютних ринках за дорученням своїх клієнтів з метою хеджування валютних ризиків останніх. Таким чином, використання валютних операцій “форвард” є цілком реальним та ефективним.

Іншим можливим інструментом управління валютними ризиками є купівля валютного опціону.

Механізм хеджування валютних ризиків з використанням опціонного контракту представлений у табл. 3.2.

Таким чином, збитки вітчизняного експортера за рахунок купівлі валютного опціону було зменшено з 38842 до 20563 євро.

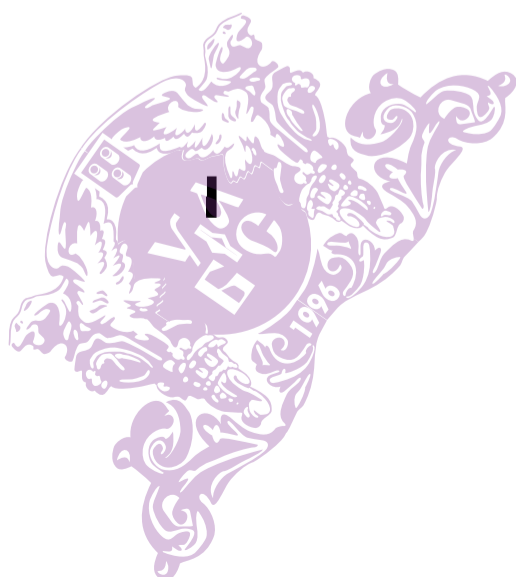
Третім варіантом хеджування валютних ризиків в діяльності вітчизняних підприємств-експортерів є укладання угод з купівлі валютних ф'ючерсів.



Таблиця 3.2

Використання валютного опціону для хеджування валютного ризику

Поточний ринок	Терміновий ринок
<p>15 серпня 2003 року: EUR/USD = 1,1260; Валютна виручка у євро (80% контракту) за поточним курсом складала: EUR 888099 = USD 1000000/1,1260.</p> <p>15 листопада 2003 року: EUR/USD = 1,1775; Валютна виручка у євро за поточним курсом: EUR 849257 = USD 1000000/1,1775.</p> <p>Збитки в результаті девальвації долара склали: EUR 38842 = 888099 – 849257.</p>	<p>15 серпня 2003 року: EUR/USD = 1,1260; Одночасно з підписанням зовнішньоторговельного контракту експортер купує європейський опціон "пут" на терміновому міжбанківському валютному ринку (або необхідну кількість таких опціонів на опціонній біржі) на продаж 1000000 доларів за курсом EUR/USD = 1,1350 з терміном реалізації через 3 місяці, тобто 15 листопада 2003 року.</p> <p>Вартість опціону (опціонна премія) складає USD 0,015 за 1 євро, тобто на всю суму контракту це складе: USD 15000 (1000000*0,015), або EUR 13321 (15000/1,1260).</p> <p>Але необхідно враховувати і те, що ця грошова сума потенційно могла принести додатковий прибуток для підприємства у разі її внесення на 3-х місячний банківський депозит. Середнє значення по депозитах у євро на той період часу у комерційних банках України становило приблизно 1,5%. Таким чином, маємо втрачену вигоду у розмірі EUR 200 (13321*0,015).</p> <p>15 листопада 2003 року: EUR/USD = 1,1775; Експортер реалізує опціон, тобто продає емітенту опціону долари за курсом: EUR/USD = 1,1350.</p> <p>При цьому він отримає: EUR 881057 = USD 1000000/1,1350.</p> <p>Але з урахуванням опціонної премії та втраченої вигоди від її внесення на банківський депозит маємо: EUR 867536 (881057-13321-200).</p> <p>Збитки в результаті девальвації долара склали: EUR 20563 = 888099 – 867536.</p>

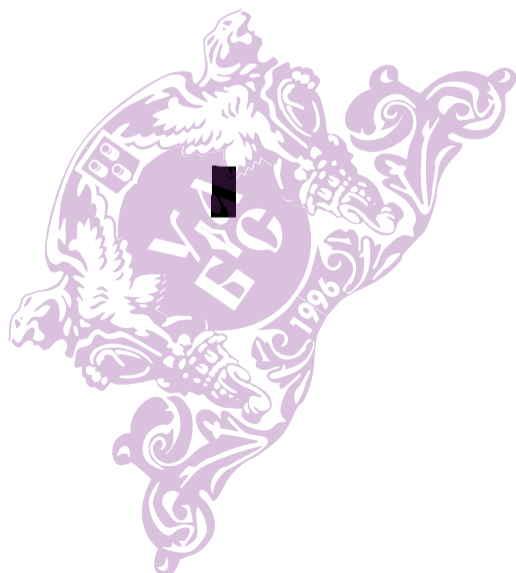


Приклад використання ф'ючерсних контрактів наведено в табл. 3.3.

Таблиця 3.3

Використання валютних ф'ючерсів для хеджування валютного ризику

Поточний ринок	Терміновий ринок
<p>15 серпня 2003 року: EUR/USD = 1,1260; Валютна виручка у євро (80% контракту) за поточним курсом склала: EUR 888099 = USD 1000000/1,1260.</p> <p>15 листопада 2003 року: EUR/USD = 1,1775; Валютна виручка у євро за поточним курсом: EUR 849257 = USD 1000000/1,1775.</p> <p>Збитки в результаті девальвації долара склали: EUR 38842 = 888099 – 849257.</p>	<p>15 серпня 2003 року: EUR/USD = 1,1260; Купівля одночасно з укладенням зовнішньоторговельного контракту на Лондонській міжнародній біржі фінансових ф'ючерсів (LIFFE) 7 грудневих валютних ф'ючерсних контрактів на придбання євро за долари США (1 контракт складає EUR 125000) з ціною виконання EUR/USD = 1,1350.</p> <p>Витрати підприємства при цьому складуть:</p> <ul style="list-style-type: none"> - гарантійний внесок (депозит) у розрахункову палату біржі – USD 7000 (USD 1000 за 1 контракт * 7 контрактів). Після реалізації контрактів він повертається. - комісійні брокеру – USD 2000/1,1260 = EUR 1776. - втрачена вигода від невикладення на банківський депозит у євро (2% за 4 місяці) – EUR 160 (9000/1,1260*0,02). <p>15 листопада 2003 року: EUR/USD = 1,1775; Експортер отримує 80% вартості контракту у сумі USD 1000000. При цьому USD 6875 (сума, що залишилася під потенційним ризиком і не може бути застрахована валютним ф'ючерсом) конвертуємо у євро за поточним курсом. Отримуємо EUR 5839.</p> <p>17 грудня 2003 року (3 середа місяця поставки – момент реалізації угоди на LIFFE): Купівля EUR 875000 за долари США за курсом 1,1350. На це витрачається USD 993125 (875000*1,1350). Загальна сума складе – EUR 880839 (875000+5839). Але з урахуванням витрат (комісійні брокеру та втрачена вигода) ця сума складе EUR 878903 (880839-1776-160). Збитки в результаті девальвації долара склали: EUR 9196 = 888099 – 878903.</p>



Таким чином, збитки підприємства за рахунок укладення угоди з валютними ф'ючерсними контрактами можна було зменшити з 38842 до 9196 євро.

Отримані результати від використання різних похідних інструментів для хеджування операційного валютного ризику ми спробували порівняти в табл. 3.4.

Таблиця 3.4

Ефективність використання валютних деривативів для хеджування операційного валютного ризику

Вид термінової угоди	Збитки від зміни валютного курсу, євро	Прибуток (збиток) від застосування термінової операції, євро	Чистий збиток (прибуток), євро	Економічна ефективність, %
Отримання платежу за зовнішньоекономічним контрактом без використання валютних деривативів	38842	0	38842	–
Укладення форвардної угоди	38842	19580	19262	50,4
Купівля валютного опціону	38842	18279	20563	47,1
Купівля валютних ф'ючерсів	38842	29646	9196	76,3

Таким чином, найбільш ефективним у даному випадку є використання валютних ф'ючерсних контрактів (економічна ефективність становить 76,3%), на другому місці – валютна операція “форвард” (50,4%), а найменш привабливою є угода з валютним опціоном (47,1%).

Отже, використання валютних деривативів з метою хеджування валютних ризиків дозволяє значно знизити ступінь їхнього впливу на фінансові результати діяльності підприємства.



В. Перспективи впровадження контрактних методів управління валютними ризиками

Як уже зазначалося у першому розділі одними з найбільш розповсюджених інструментів управління валютними ризиками, що застосовуються як зарубіжними, так і вітчизняними підприємствами, є так звані контрактні методи.

Для вітчизняних підприємств, що здійснюють зовнішньоекономічну діяльність, найбільш прийнятним та перспективним є вибір валюти ціни і валюти платежу у зовнішньоторговельному контракті.

При укладанні зовнішньоекономічної угоди підприємства мають можливість включити до статті 11 контракту „Інші умови” додаткову умову, що передбачає їхній захист від зміни валютного курсу. У цьому випадку в контракт вводиться нова валюта – валюта застереження. При цьому валюта платежу ставиться в залежність від більш стійкої валюти, наприклад, долара США або євро.

При здійсненні експортних операцій підприємства повинні прагнути становити валюту ціни в валюті, що має тенденцію до ревальвації протягом терміну дії контракту, тому що вдало обрана валюта ціни дозволяє не лише уникнути втрат, пов'язаних з коливаннями валютних курсів, але й одержати на рахунок цього певний прибуток.

Однак при використанні даного методу існує ймовірність того, що на прямок зміни валютного курсу, його динаміка або розміри коливань будуть невірно оцінені.

Іншим контрактним методом, який можна порекомендувати для ведення валютних ризиків підприємств, є включення в контракт положення про перегляд суми контракту у випадку різкого коливання курсу перерахування валюти ціни у валюту платежу – валютного застереження.

Підприємство, що є „сильною” стороною при веденні переговорів,



може настояти на введенні в контракт одностороннього застереження, що передбачає перерахування суми контракту тільки у випадку несприятливої зміни для нього валютного курсу.

Наприклад, при укладенні 27 березня 2003 року угоди з російським експортером на поставку продукції на суму 30 млн. російських рублів (1 млн. доларів США по курсу на день укладення контракту) з відстрочкою платежу на 3 місяці в контракт можуть бути включені наступні умови.

По-перше, контракт може не включати ніяких валютних застережень, тобто валютою ціни та валютою платежу є російський рубль. У цьому випадку сума контракту складе 30 млн. російських рублів і не буде переглядатися ні в якому випадку, незалежно від розмірів та напрямків курсових коливань.

У другому випадку валютою ціни виступає долар США, валютою платежу – російський рубль. Застосовуючи контрактні методи, валютні менеджери українського експортера могли б увести до контракту валюту застереження – валюту, що має тенденцію до ревальвації по відношенню до цих двох валют, наприклад, євро.

На 27.03.2003 року мали місце наступні спот-курси: USD/RUR=30,00; EUR/USD=1,2000. В момент здійснення платежу 27.06.2003 року, тобто через 3 місяці очікуються наступні курси: USD/RUR=33,00; EUR/USD=1,2480.

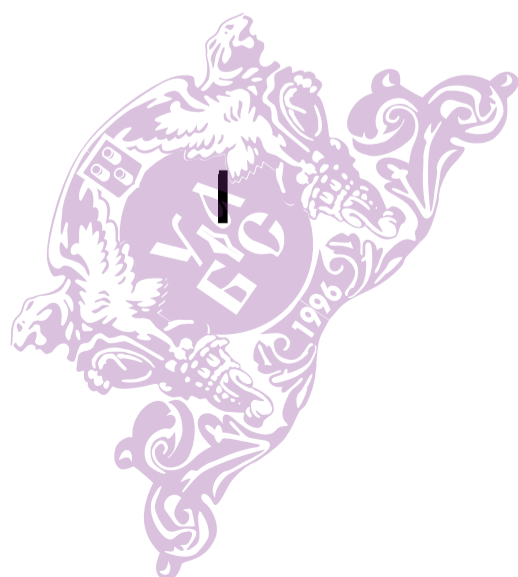
У контракт додається наступне валютне застереження: якщо впродовж 3 місяців курс євро до долару США зросте більш, ніж на 2,5%, то сума контракту в доларах збільшиться пропорційно різниці між фактичною та обумовленою зміною.

Якщо прогнози справдяться, і курс євро до долара складе 1,2480, то суму контракту збільшимо на

$$1,5 \% = (1,248 - 1,2) / 1,2 * 100\% - 2,5 \%; \quad (3.15)$$

отримаємо 1015000 доларів США (1000000 * 1,015).

Також у контракт можна увести додаткове застереження: якщо через 3



місяці валютний курс USD/RUR зросте більше, ніж на 5%, то сума контракту в рублях буде збільшена на різницю між фактичною й обумовленою зміною.

Таким чином, 27.06.2003 року сума контракту в рублях збільшується на

$$5\% = (33-30)/30 \cdot 100\% - 5\%, \quad (3.16)$$

тобто у даному випадку підприємство отримає експортну виручку у сумі 31972500 російських рублів ($1015000 \cdot 30 \cdot 1,05$) (табл. 3.5)

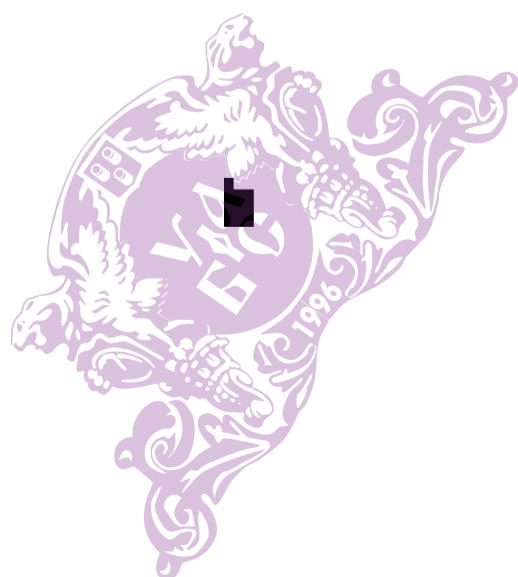
Таблиця 3.5

Ефективність використання валютних застережень як контрактного методу хеджування валютних ризиків

N п/п	Вид контракту	Експортна виручка, RUR
1.	Без використання валютного застереження	30000000
2.	Одне валютне застереження – євро	30450000
3.	Два валютних застереження – євро та долар США	31972500

Джерело інформації про курси валют сторони повинні обумовити адалегідь і зафіксувати в контракті. Дата котирування може бути становлена в день здійснення платежу або день, що передує йому.

Найефективнішим інструментом хеджування валютних ризиків, що вибирають при укладенні угод з контрагентами, партнерські зв'язки з якими вже давно налагоджені, є стратегія випереджень і запізненень (leads & lags strategy). Ця стратегія припускає свободу вибору дати платежу за міжбанківським економічним контрактом. Постійний грошовий потік між підприємствами-контрагентами створює сприятливі передумови для використання цієї стратегії, тому що вона надає їм можливість точно прогнозувати обсяги фінансових потоків на визначену дату і, таким чином, опосередковано впливати на платоспроможність кожної фірми. Однак, усе це передбачає наявність єдиної мети та чіткої погодженості дій.



Альтернативною стратегією управління валютними ризиками, що виникають під час відносин з іноземними компаніями, з якими налагоджені довгострокові ділові зв'язки, є так звана техніка розподілу ризиків, тобто угода між компаніями, у якій покупець і продавець погоджуються взяти на себе заздалегідь визначену частину втрат, пов'язаних з коливаннями валютних курсів, незалежно від того, які втрати компанії понесли в дійсності.

Якщо фірми розраховують на довгострокові взаємовигідні відносини, то використання стратегії розподілу ризиків сприятиме збільшенню торговельного обороту між компаніями, передбачуваності фінансових потоків тощо.

У якості прикладу розглянемо випадок, коли український експортер має сталі ділові зв'язки, наприклад, із американською фірмою. Довгострокові коливання валютного курсу USD/UAH призводять до того, що одна компанія дістає прибуток за рахунок партнера, і, якщо коливання курсу будуть дуже значними, то один з контрагентів може перервати відносини. Одним з рішень цієї проблеми для обох компаній буде, наприклад, укладення угоди про те, що всі імпортні закупки американської сторони будуть проводитися в українських гривнях доти, доки обмінний курс буде коливатися у визначених межах. Якщо курс знаходитиметься на цьому рівні, американська фірма погоджується нести збитки за можливими валютними ризиками. Однак, якщо курсові коливання перевищать зазначені межі, сторони відповідно до договору розділять збитки американської фірми між собою.

Стратегія розподілу ризиків використовується, в першу чергу, для того, щоб пом'якшити негативний вплив зміни валютних курсів на фінансовий стан партнерів. Звичайно, постійна девальвація однієї валюти буде вимагати дуже частого перегляду умов договору про розподіл ризику.

Як уже зазначалося, однією з альтернатив, що використовується для зменшення валютно-курсівих ризиків зарубіжних корпорацій є створення так званих реінвойсингових центрів.



Реінвойсинговий центр – це окрема філія транснаціональної корпорації, децентралізовано займається аналізом та хеджуванням усіх валютних ризиків, що виникають у ході міжнародної торгівлі.

Розглянемо наступний приклад. Припустимо, філія транснаціональної корпорації, що виготовляє певну продукцію, продає її філії-дистриб'ютору, продаж відбувається не напряму, а через посередника – реінвойсинговий центр. Таким чином, товари спочатку продаються реінвойсинговому центру (у такому випадку відбувається лише рух документів; товар як був на складі, там і залишається), а потім останній перепродає продукцію філії-дистриб'ютору.

Таким чином, реінвойсинговий центр є фактично залученим тільки у документообіг. Схема діяльності реінвойсингового центру транснаціональної корпорації наведена на рис. 3.1.

На схемі наведено приклад діяльності реінвойсингового центру транснаціональної корпорації, що має філію-виробника у країні А та

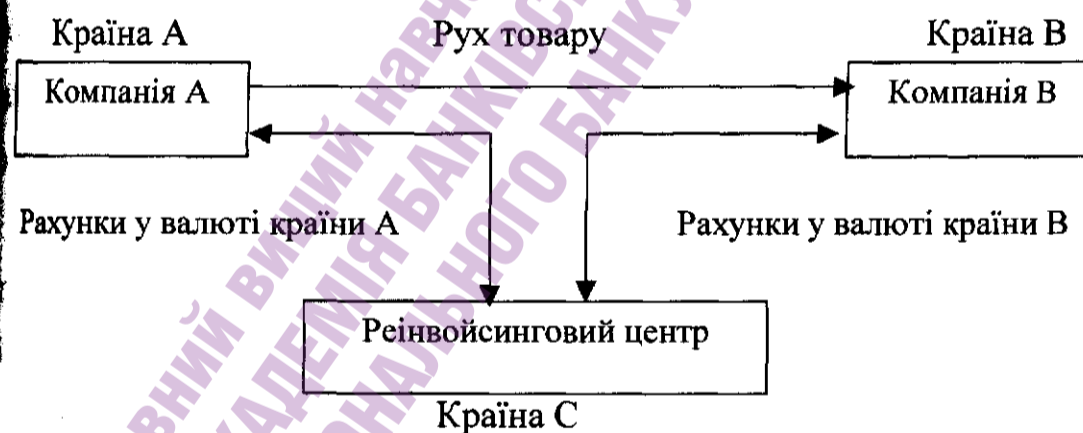


Рис. 3.1. Схема діяльності реінвойсингового центру

філію-дистриб'ютора у країні В. Філія-виробник одержує платіж за своїми рахунками у своїй національній валюті, філія-дистриб'ютор сплачує за одержаний товар також у своїй національній валюті, а всі проблеми,



пов'язані з перерахунком валют, вирішуються у реінвойсинговому центрі, який розташовується у країні С.

Зазвичай ціною перепродажу товарів є ціна виробника, переведена у валюту філії-дистриб'ютора за форвардним курсом на день реального остачання товарів, хоча можливі різні варіації. Але, щоб уникнути винувачень у приховуванні прибутку від оподаткування (а це можливо робити за допомогою спланованого перерозподілу витрат), реінвойсингові центри, що перепродають товар, включають у його ціну певний комісійний відсоток як плату за послуги.

Для реінвойсингових центрів необхідно уникати будь-яких торговельних операцій з резидентами країни, де зареєстрований центр, для того щоб зберігати за собою статус нерезидента. Хоча юридичний статус нерезидента в різних країнах може трактуватися по-різному, досить часто іноземні фінансові компанії мають ряд податкових та інших пільг.

Так фірма-нерезидент може мати більш вільний доступ на зовнішній валютний ринок, чим місцеві фірми; вона має більше прав для роботи з різними інструментами фінансового ринку, як єврооблігації, євроноти та інші; має широкі можливості відкривати рахунки та брати кредити за кордоном, що в більшості випадків заборонено для резидентів.

Створення реінвойсингового центру має для транснаціональної корпорації як певні переваги, так і деякі недоліки. До переваг, у першу чергу, слід віднести:

Створення центру дозволяє зосередити процес управління валютними ризиками при внутрішньокорпоративній торгівлі в одному місці. Менеджери центру напряму займаються всіма проблемами, пов'язаними з хеджуванням ризиків, і вибирають найбільш прийнятну стратегію страхування. Великий обсяг за угодами у різних валютах з контрагентами з різних країн дозволяє фінансовим менеджерам вибирати найбільш вигідний курс обміну за рахунок покриття одних угод іншими.



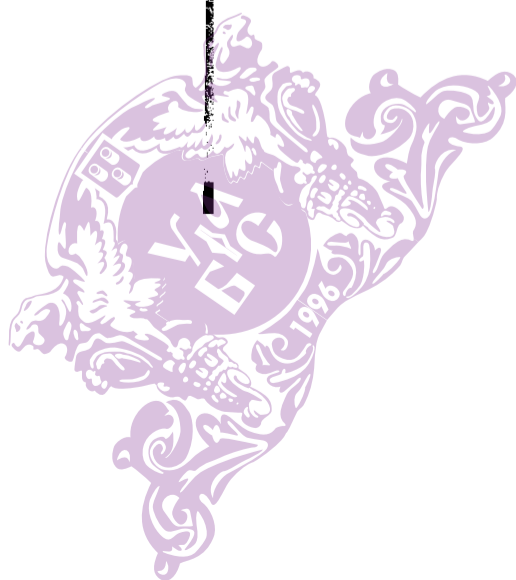
на базі розрахунку форвардних курсів реінвойсинговий центр визначає цінність товару на визначену дату, дозволяючи, тим самим, дочірнім компаніям точно розраховувати свої майбутні витрати. Завдяки цьому філії-дистриб'ютори мають можливість встановлювати тверді ціни на товар і захищати себе від ризику відмови клієнта підтвердити попередню пропозицію на купівлю товару через встановлення нових цін. Таким чином, філія-дистриб'ютор завдяки реінвойсинговому центру може повністю сконцентруватися на маркетинговій діяльності, не обтяжуючи себе проблемами, пов'язаними з коливанням валютних курсів.

Центр також займається управлінням грошовими потоками між філіями, що дозволяє усім філіям корпорації вести розрахунки тільки в національній валюті. Наявність же різнонаправлених потоків різних валют дає можливість хеджувати тільки непокриті валютні трансакції.

Головним недоліком створення реінвойсингових центрів є досить великі витрати, що несе корпорація по їхньому утриманню. Фактично працює ще одна філія зі своєю бухгалтерією, офісом і персоналом; великих витрат вимагає також розробка нової конфігурації біллінгу з урахуванням майбутніх задач центру. Центр повинен мати повний обсяг інформації про правове законодавство кожної окремої країни, про особливості їхнього оподаткування, про національні особливості розрахунків з іноземними клієнтами тощо. Таким чином, утримання реінвойсингового центру може виявитися занадто дорогим і, отже, непотрібним.

Але зарубіжний досвід процесу централізації управління валютними потоками на рівні корпорації або холдингу доводить ефективність використання даного методу.

Наприклад, французька автомобільна компанія "Peugeot" ще у 1981 році створила власний реінвойсинговий центр, що займається управлінням валютними ризиками всієї корпорації й здійснює її грошово-валютні операції. Щодо кожної іноземної валюти, за якими ведуться розрахунки,



значається непокрита (чиста) позиція під ризиком, яка страхується в той чи інший спосіб. Взаємний залік ризиків з активу та пасиву – метчинг (matching), у такому разі стає найефективнішим методом обліку та оцінки валютних ризиків. Поряд із методом взаємного заліку в межах цієї корпорації використовується й інший метод нетинг (netting), сутність якого полягає в скороченні кількості валютних угод, їхнім укрупненням та узгодженням дій між підрозділів. Цей метод також можна розглядати як форму централізації управління валютними ризиками, що дозволяє зменшити операційні витрати, знизити рівень ризику та відповідальність дочірніх компаній.

Хеджування валютних ризиків може також здійснюватися методом структурування зустрічних валютних потоків.

Основний зміст даної стратегії полягає в тому, щоб валютні зобов'язання або вимоги фірми були покриті. Таким чином, для будь-якого грошового потоку повинен існувати зустрічний потік у тій же валюті, що закриває відкриту позицію компанії.

Така стратегія найчастіше використовується експортерами. Її проведення можливо лише в умовах стабільності та передбачуваності фінансового ринку, коли ризик неплатежів практично відсутній.

3.4. Використання форфейтингу для хеджування валютних ризиків підприємств-експортерів

Одним з найбільш розповсюджених методів хеджування валютних ризиків у зовнішній торгівлі, який активно застосовують зарубіжні підприємства, є використання форфейтингових операцій.

Форфейтинг є однією з нових для вітчизняного ринку форм фінансових послуг, економічний зміст якої полягає у фінансуванні зовнішньоекономічної діяльності експортерів на основі надання їм середньострокових пільгових



кредитів на умовах обліку без права регресу товарних (комерційних) і фінансових векселів, власниками яких є підприємства-експортери.

Це означає, що покупець боргу (форфейтор) приймає на себе зобов'язання про відмову – форфейтинг – від зворотної регресивної вимоги кредитора при неможливості одержання суми кредиту в боржника. Відмова зворотного зобов'язання відбувається, звичайно, зі знижкою (дисконтом).

Форфейтинг є двосторонньою угодою, учасниками якої виступають продавець і покупець фінансових зобов'язань.

Передумовами виникнення форфейтингу були операції “а-форфе” (відступка прав). Поява форфейтингу була обумовлена певною некомпетентністю цих угод, які ще називають формою обліку делькредере. Коли “а-форфе” також використовувалися з метою надання кредитів експортерам, але на принципах солідарної відповідальності під вексельні зобов'язання та поручительства банків або фінансових товариств (наприклад у Франції – це Union meunieres). Згідно з умовами угод “а-форфе” продавець не мав права порушити умови тратти про солідарну гарантію банку, пов'язану з його підписом, але міг не гарантувати акцепту. Крім того, у зв'язку з солідарною відповідальністю, значно більшими були розміри комісійних та дисконту, що сплачувалися банку за наданий кредит.

Форфейтинг виник після другої світової війни. Кілька банків Цюриха, які мали багатий досвід фінансування міжнародної торгівлі, почали використовувати цю операцію для фінансування закупівель зерна країнами північної Європи у Сполучених Штатах Америки. У ті повоєнні часи поставки польсько-господарської продукції та конкуренція між постачальниками зросли настільки, що покупці-імпортери стали вимагати збільшення термінів надання кредиту до 180 днів замість звичних 90.

Крім того, відбулися певні зміни у структурі світової торгівлі на користь дорогих товарів з відносно тривалим терміном виробництва. Таким



чином, підвищилася роль кредиту в розвитку міжнародного економічного обміну, і постачальники були змушені шукати нові методи фінансування своїх угод. По мірі падіння бар'єрів у міжнародній торгівлі та підвищенням активності африканських, азійських та латиноамериканських країн на світових ринках, західноєвропейським підприємцям усе складніше стало надавати кредити за рахунок власних джерел. Таким чином, експортери були вимушені шукати нові форми та методи фінансування своїх угод.

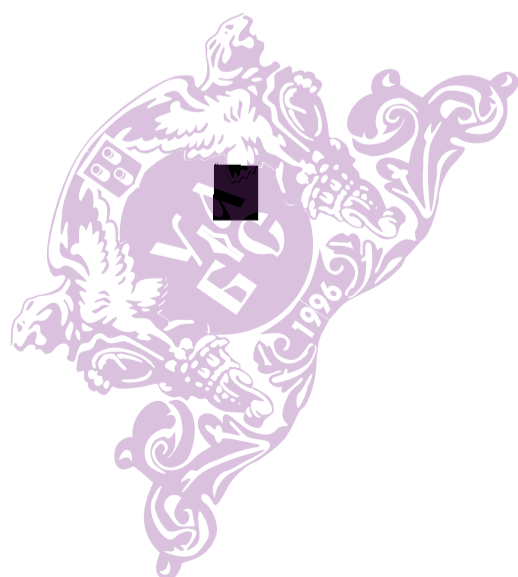
Найбільшого розвитку форфейтинг набув у країнах, де державне кредитування експорту є недостатньо розвинутим. Спочатку форфетування здійснювалося комерційними банками, але в міру збільшення обсягу цих операцій стали також створюватися спеціалізовані фінансові інститути. Від середини 80-х рр. минулого сторіччя із лібералізацією фінансових законодавств багатьох країн умови кредитування було спрощено, завдяки чому в практику введено нові види угод, що ґрунтуються на загальному договірному праві.

На сьогодні одним з основних центрів здійснення форфейтингових угод є Лондон, оскільки експорт багатьох європейських країн вже давно фінансується лондонськими банками. Значна частина форфейтингового бізнесу сконцентрована також у Німеччині.

Таким чином, форфейтинг розвивається в різних фінансових центрах, причому відзначається щорічне зростання його обсягів. Проте, помилково пов'язувати збільшення кількості цих угод із зростанням кількості таких центрів. Це, в першу чергу, пояснюється зростанням обсягу фінансових і валютних ризиків, що їх несуть експортери, а також недоліком адекватних джерел фінансування цих ризиків.

Механізм форфейтингу використовується у двох основних видах угод:

- у фінансових угодах – з метою швидкої реалізації довгострокових фінансових зобов'язань;



в експортних угодах – для сприяння надходженню коштів експортеру, що надав кредит імпортеру.

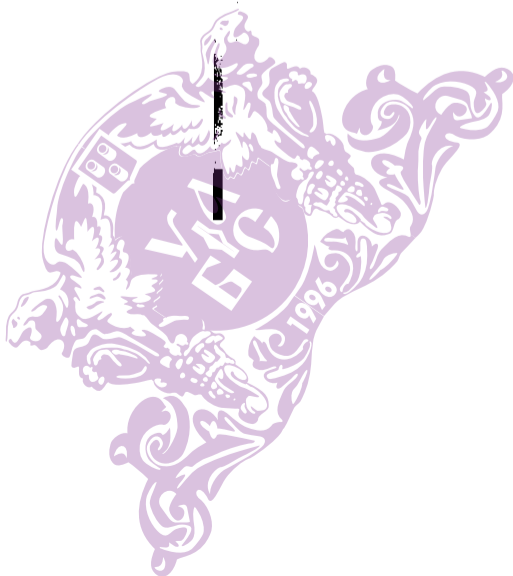
Таким чином, цей метод дозволяє експортерам уникнути валютного ризику, що може виникнути внаслідок курсових коливань на протязі періоду між укладенням зовнішньоторговельної угоди та фактичним платежем за нею.

Форфейтинг має цілий ряд істотних переваг, що робить його привабливою формою середньострокового фінансування. Основною перевагою цієї фінансової послуги є те, що форфейтор приймає на себе всі ризики, пов'язані з операцією. Крім того, його привабливість зростає у зв'язку з відмовленням у деяких країнах від фіксованих процентних ставок; тривалим періодом у багатьох країнах, що розвиваються, валюти для оплати імпортованих товарів; зростанням політичних ризиків і деяких інших обставин.

Основним видом цінних паперів, що використовуються при здійсненні форфейтингових операцій, є векселі: прості і переказні, операції з якими звичайно здійснюються швидко і просто, без несподіваних ускладнень.

Крім векселів об'єктом форфейтингу можуть бути зобов'язання у формі кредиту. В Україні акредитиви в основному застосовуються в розрахунках між іногородніми постачальниками та покупцями, а також у міжнародних розрахунках. У світовій торгівлі документарні акредитиви використовуються, головним чином, у розрахунках за зовнішньоторговельними операціями.

У якості об'єкту форфейтингу акредитиви застосовуються рідко. Це пояснюється певною складністю цієї операції, що полягає насамперед у тому, що у випадку з акредитивом необхідно заздалегідь і докладно погодити умови угоди, що призводить до збільшення строків процедури. Між тим форфейтинговий ринок вимагає високої швидкості укладення та здійснення угоди, а також простоту документообігу.



З боку форфейтора принципова незручність операцій з акредитивом полягає в тому, що форфейтингова угода передбачає періодичне відшкодування одержаного кредиту; до того ж воно має здійснюватися приблизно рівними частками.

Це зручно і форфейтору, і іншим учасникам угоди: боржнику та гаранту. Однак якщо часткові погашення за вексями можуть бути оформлені окремими документами, кожний з яких легко реалізується при бажанні форфейтора продати їх, то при операціях з акредитивами все поєднується в один єдиний документ на користь бенефіціара, і цей документ найчастіше не може бути проданий без спеціального дозволу боржника, що значно ускладнює цю операцію.

Купуючи активи у вигляді дебіторської заборгованості, форфейтор здійснює інвестування. Можливо, він зовсім не бажає тримати свої кошти в подібній формі протягом тривалого часу, а навпаки, прагне до перепродажу іншій особі, що також стає форфейтором. На основі цього перепродажу боргів виникає вторинний форфейтинговий ринок.

Форфейтор може перепродати частину активів, що знаходяться в його власності, оскільки сама природа угоди дозволяє дробити борг на будь-яку кількість частин, на кожну з яких оформляється вексель зі своїм терміном погашення. Один або кілька цих векселів можуть бути перепродані.

Найчастіше безпосередньої передачі форфейтингових паперів новому власнику не відбувається. Він знає вартість паперів, терміни їхнього обігу, знає гаранта, але не первісного емітента. У цьому випадку попередній власник після закінчення терміну дії цінних паперів одержує платежі, а потім переводить їх новому власнику. Чим же обумовлюється подібна таємність на вторинному форфейтинговому ринку?

Насамперед розумінням конфіденційності угоди. Експортер зацікавлений у нерозголошенні інформації відносно способів фінансування його угод і не хоче, щоб покупець (або яка-небудь третя особа) знав про цей

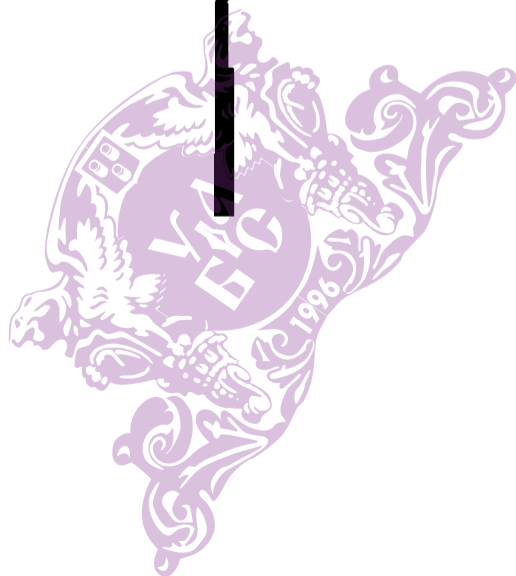


анізм. Будь-який перепродаж векселів припускає певний ризик поширення кола ділових взаємин, що ускладнює контроль з боку експортера. Щоб уникнути цього останній прагне встановити певні обмеження в контракті, які б заважали вільному обігу форфейтингових паперів.

Іншим важливим напрямком розвитку форфейтингового ринку стало об'єднання покупців у синдикати. Ця тенденція відповідає процесу об'єднання банків як кредиторів. Сам процес об'єднання відбувається на основі взаємної домовленості форфейторів про те, яку частину векселів, що форфетуються, придбає кожний з них. Звичайно різні векселі купуються різними форфейторами. Але якщо суми є дуже великими, то навіть векселі одного емітенту можуть бути розділені між різними форфейторами за допомогою договору участі. Щоправда, цей спосіб ускладнює обіг форфейтингових паперів, що у свою чергу знижує потенційну можливість такого перепродажу. Крім того, дотепер не до кінця визначений юридичний статус подібних угод. Тому на практиці вони використовуються рідко.

Існує й інший спосіб. Якщо експортер готовий ним скористатися, йому вдасться значно збільшити кількість векселів, кожний з яких тепер надається на меншу суму за допомогою зміни термінів сплати (наприклад, термін 6 місяців можна розбити на 2 інтервали по 3 місяці і т.інш.). Перевага цього методу полягає в тому, що він не передбачає укладення договору участі між власниками паперів.

Важливо відзначити принципову різницю між форфейтором-учасником синдикату та покупцем на вторинному ринку. Учасник синдикату є покупцем на первинному ринку, тому у його обов'язки входить перевірка законності та достовірності оформлення всіх придбаних ним цінних паперів, а також надання їм та авалю. Покупець на вторинному ринку не має подібних обов'язків.



Важливим напрямком розвитку форфейтингу є розширення фінансування, що припускає розрахунок дисконту на основі плаваючої процентної ставки. Подібна практика пояснюється зростанням мінливості процентних ставок і відбиває небажання багатьох комерційних банків укладати угоди по фіксованих ставках. Але з точки зору експортера продаж векселів на основі плаваючої ставки відсотка погіршує можливість одержання максимуму коштів.

Підготовка та здійснення форфейтингової угоди має кілька етапів.

На першому етапі здійснюється ініціація угоди. Існує два можливих ініціатори форфейтингової угоди: експортер та імпортер. Найчастіше в цій ролі виступає експортер або його банк. І це цілком природно, оскільки для дисконтування передаються або переказні векселі, виписані експортером, або прості векселі, що надаються йому імпортером. Саме цим визначається необхідність проведення переговорів ініціатора з форфейтором на ранніх стадіях підготовки контракту. Ще до того, як експортер та імпортер підпишуть зовнішньоторговельний контракт, форфейтор може визначити свої вимоги до гарантії або авалю, хоча б приблизно вказати розмір дисконту за векселями. Без подібної інформації експортер не в змозі точно визначити ціну та умови контракту.

На практиці далеко не кожний експортер починає вести переговори з форфейтором на такій ранній стадії, а в результаті може виявитися, що маржа за фінансування, що була ним включена у ціну контракту, є необґрунтованою.

На наступному етапі визначається характер угоди. Перше, що має визначити для себе форфейтор – це характер угоди, тобто з'ясувати, з якими векселями йому доведеться мати справу: фінансовими чи товарними.

На практиці різниця між фінансовими і товарними векселями у певній мірі є достатньо розмитою (скажімо, виписується вексель без здійснення торговельної угоди, але потім отримані кошти використовуються для купівлі



вного товару). Проте визначеність у питанні про те, чи є векселі фінансовими або товарними, має важливе значення для форфейтора з наступних причин.

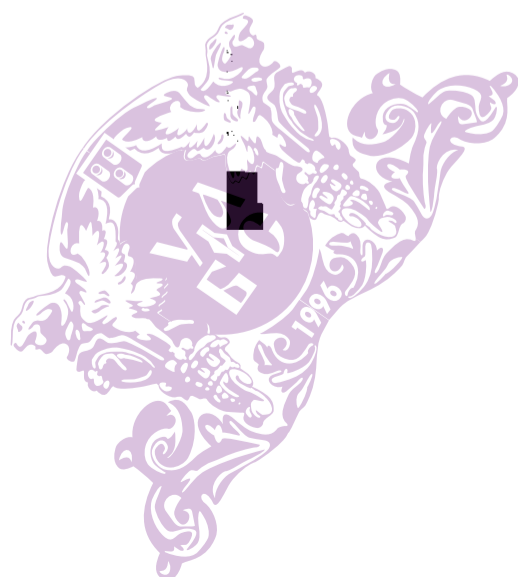
По-перше, деякі учасники вторинного форфейтингового ринку не бажають купувати фінансові векселі. Існують різні пояснення цього бажання. Деякі вторинні форфейтори розглядають подібний спосіб залучення ресурсів як свідчення фінансового неблагополуччя позичальника (хоча це і не завжди так). Інші віддають перевагу товарним векселям з тієї причини, що гроші знецінюються, і реальний товар здається їм більш надійним вкладенням коштів.

По-друге, навіть той інвестор, який згоден придбати фінансові векселі, хоче знати, з яким саме видом він матиме справу, оскільки це впливає на оцінку загального ризику, на який він наражається.

Більша частина векселів, що продаються на вторинному ринку, є товарними. Тому у випадку пропозиції фінансових векселів обов'язковим вважається попереднє письмове попередження про це. Якщо цю умову порушено, покупець має право на анулювання угоди.

Після того, як форфейтор з'ясує характер угоди, він повинен з'ясувати наступну інформацію:

- про розмір кредитування;
- про валюту, в якій буде надано кредит;
- про учасників угоди: експортера та імпортера (найменування та юридичний статус підприємств, країна реєстрації, за законами якої діє фірма тощо);
- про гаранта угоди і країну його походження;
- про характер платіжних зобов'язань, якими буде оформлено форфетовану заборгованість;
- про форми фінансового забезпечення операції;
- про терміни платежів за форфетованою заборгованістю;



про характер експортованої за контрактом продукції;

про терміни постачання товарів і терміни подання імпортеру товарних документів і документів про відвантаження;

про торгові та валютні обмеження у країнах походження імпортера та експортера і форми дозволів;

про місце платежу за форфетованими зобов'язаннями та інш.

Після того, як форфейтор одержить відповіді на наведені вище питання, він проводить кредитний аналіз. Більшість форфейтингових операцій здійснюється комерційними банками, і тому кредитний аналіз є зв'язковим етапом підготовки угоди. Існує принаймні чотири види ризику, мають бути проаналізованими форфейтором: ризик гаранта, ризик купця, ризик імпортера, ризик країни.

Після цього форфейтор може назвати розмір своєї винагороди. Імпортер, одержавши цю інформацію, може скоригувати остаточну суму угоди з тим, щоб цілком покрити свої витрати на здійснення форфейтингової операції.

Після досягнення попередньої домовленості про угоду, форфейтор надсилає документи з пропозицією (телексом або листом) експортеру, який зумово підтверджує свою згоду. Форфейтором також перелічуються документи, з якими йому необхідно ознайомитися до того, як він посередньо приступить до дисконтування векселів (наприклад, експортна ліцензія). Знайомство з зазначеною документацією надає йому можливість переконатися в тому, що угоду буде здійснено.

Якщо пропозицію було прийнято експортером, він повинен підготувати угоду переказних векселів або підписати угоду про акцепт простих векселів покупця. На цьому етапі експортер повинен також одержати гарантію або акцепт на свої векселі. Крім того, ним здійснюється надпис на векселях: "без права регресу".



Між укладенням договору на купівлю векселів і фактичним здійсненням угоди може проминути досить тривалий час (шість місяців і більше), оскільки угода укладається задовго до фактичного відвантаження вантажу. У цей період експортер сплачує форфейтору комісію за зобов'язання, розмір якої визначається, як правило, як певний відсоток від суми угоди, зазвичай 0,125-0,750 % щомісячних. Комісія сплачується щомісяця авансом. Ця виплата пов'язана з тим, що в цей період часу форфейтор мусить будь-коли виконати свої зобов'язання за угодою і не може використовувати кошти для інших інвестицій. Крім того, він повинен залучати кошти з грошового або валютного ринків для фактичного обліку векселів, наражаючись на валютний та процентний ризики.

У міжнародній торгівлі експортер одержує від іноземного покупця документи або прості векселі, оплату яких необхідно здійснити у зазначений термін. Банк у країні походження імпортера або авалує такі оборотні документи, або гарантує їхнє виконання. Оскільки форфейтор купує боргові зобов'язання без права регресу, він приймає усі ризики можливого неплатежу. Тому якщо боржник не є першокласним позичальником, форфейтор буде прагнути одержати визначене забезпечення: у формі авалю або безумовної гарантії банку.

Гарантійне зобов'язання видається гарантом кредитору в якості забезпечення своєчасної сплати належної суми. Гарантія надається у формі відповідного листа, який повинен містити такі реквізити:

- ким виданий лист;
- юридична адреса гаранта;
- № гарантійного листа;
- об'єкт гарантії тощо.

У якості гаранта при здійсненні угод "а-форфе" можуть виступати фінансово стійкі підприємства або фінансово-кредитні установи, найчастіше мерційні банки.



Аваль – це вексельне поручительство, у якому аваліст приймає на себе відповідальність за виконання зобов'язань зобов'язаної за векселем особи.

Перевагою авалю у порівнянні з гарантією є те, що він невіддільний від векселя. Крім того, оформлення авалю значно простіше, ніж оформлення гарантійного листа. Гарантійні оборотні документи обліковуються імпортером у своєму банку без права регресу вимог.

Форфейтор особливо зацікавлений в ефективному забезпеченні оборотного документа, що ним здобувається. Якщо таким забезпеченням є аваль, то, наприклад, за англійськими законами таке зобов'язання вважається дійсним, і аваліст як гарант несе таку ж відповідальність, як і індосант документу.

При здійсненні форфейтингової угоди її учасники несуть певні витрати, які ми розглянемо більш детально.

Витратами імпортера, що приймає участь у форфейтинговій операції, є комісійні на користь гаранта. Зазвичай комісійні – це визначений відсоток від номінальної вартості гарантованих або авальованих векселів. Якщо форфейтор не наполягає на гарантії, він може вимагати від імпортера сплати певної суми у якості компенсації за додатковий ризик.

Комісія за гарантію звичайно сплачується один раз на рік (на початку року). Іноді вона може сплачуватися в момент підписання гарантійного листа або авальювання векселя. Буває також, що комісія розраховується як відсоток від номінальної вартості кожного окремого векселя і сплачується після закінчення терміну його дії.

Витрати експортера з організації форфейтингового фінансування складаються зі ставки дисконту, комісії за опціон і комісії за зобов'язання.

Ставка дисконту у світовій практиці базується на процентній ставці за кредит, що надається на строк, що дорівнює середньому строку векселів, що дисконтуються.



Сума, що підлягає утриманню на користь банку як дисконт, враховується на підставі відсоткової ставки обліку векселів, а її розмір гарантовується банком за узгодженням із векселетримачами. Нарахуваннями дисконту здійснюється за формулою:

$$C = \frac{K * T * П}{360 * 100}, \quad (3.17),$$

де С – сума дисконту;

К – номінальна сума векселя;

Т – строк від дня обліку до дня платежу, днів;

П – облікова ставка банку-форфейтора, %;

360 – розрахункова тривалість річного періоду, днів.

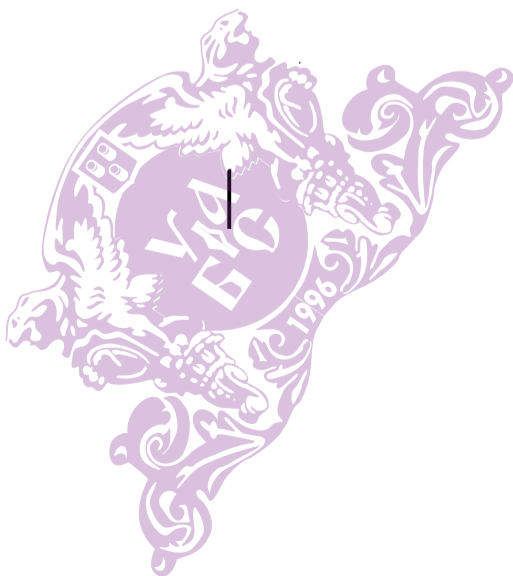
Наприклад, якщо форфейтор дисконтуює векселі, термін дії яких закінчується через кожні 6 місяців на протязі 5 років, то середній строк дії усіх векселів буде дорівнювати $2\frac{3}{4}$ року.

$$\frac{0,5+1,0+1,5+2,0+2,5+3,0+3,5+4,0+4,5+5,0}{10} = 2,75 \quad (3.18)$$

Таким чином, форфейтор для розрахунку ставки дисконту буде виходити з процентної ставки за кредитами у відповідній валюті строком на $2\frac{3}{4}$ року. Враховується, звичайно, і тренд процентної ставки.

Після цього форфейтор визначає розмір премії, що стягується ним окрім суми дисконту. Розмір премії відбиває ступінь ризиків, на які наражається форфейтор. Найчастіше це політичні ризики або проблеми трансферту, значно рідше – неспроможність гаранта, оскільки гарантію звичайно беруть у першокласного фінансово-кредитного інституту. Якщо гарантом виступає великий транснаціональний або державний банк, премія буде нижчою. Для більшості країн її розмір може коливатися від 0,5 до 5%.

Наступна складова премії пов'язана з тим, що форфейтингове фінансування надається по фіксованій процентній ставці. І хоча форфейтор



оже погодити терміни отриманих і наданих позичок, процентний ризик лишається (завжди існує реальна можливість того, що фінансування по гідній ставці може виявитися недоступним).

Якщо векселі виражені у нестабільній валюті, то премія може містити собі ще один компонент, а саме комісійні, пов'язані з проведенням форфейтором операції валютного свопу.

Нарешті ще однією складовою премії є кошти, що забезпечують форфейтору покриття його витрат на організацію угоди (як правило, 0,5% від авки дисконту).

Розмір премії буде вищим, якщо форфейтор і експортер домовляться про покупку векселів через визначений проміжок часу (наприклад, через 1 місяць або більше).

Крім перерахованих вище витрат, що включаються в премію, існують й інші витрати. Це може бути, наприклад, комісія (премія) за опціон, що надається форфейтору експортером, і так звана комісія за зобов'язання (за недодержану частину кредиту). Звичайно розмір цієї комісії визначається щомісяця або щорічно як відсоток від номінальної вартості векселів і стягується до моменту їхнього дисконтування. Розмір комісії може коливатися від 0,25 до 1,5% у рік. Як правило, сплата відбувається на початку кожного місяця.

Більшість форфейторів щомісяця публікують котирування своїх ставок у різних спеціальних виданнях.

Як уже зазначалося, через специфіку форфейтингових операцій виникає необхідність у врахуванні додаткових експортера на проведення цієї операції. Тому він намагатиметься повністю або частково перекласти свої додаткові витрати на імпортера, або підвищивши ціну контракту, або на основі додаткової домовленості про те, що впродовж відстрочки платежу імпортер сплачуватиме експортеру відповідні відсотки. З цією метою експортер розраховує показник мультиплікатора вартості експортного



контракту, який є основою для визначення початкової ціни контракту (див. формулу 3.19).

$$M = \frac{1}{\left(1 - \frac{P \cdot T}{100 \cdot 360}\right) \cdot \left(1 + \frac{H \cdot B}{100 \cdot 360}\right)}, \quad (3.19)$$

де М – мультиплікатор вартості експортного контракту;

П – облікова ставка (річних), %;

Т – середній термін від дня обліку векселів до дня платежу, днів;

Н – відсоткова ставка за кредитами (річних), %;

В – середній термін кредиту за експортним контрактом, днів.

Наприклад, сума укладеного зовнішньоторговельного контракту склала 600000 доларів США, і вітчизняний експортер надав своєму контрагенту можливість здійснювати платежі чотирма рівними частинами протягом двох років зі сплатою додатково 10% річних на залишок боргу за наданою відстрочкою платежів. Між контрагентами також укладено договір про те, що ця заборгованість буде оформлена чотирма простими векселями, які експортер передає форфейторові за обліковою ставкою 16% річних.

Визначимося за таких умов, на яку загальну суму необхідно виставити прості векселі, щоб через два роки одержати суму 600000 доларів США.

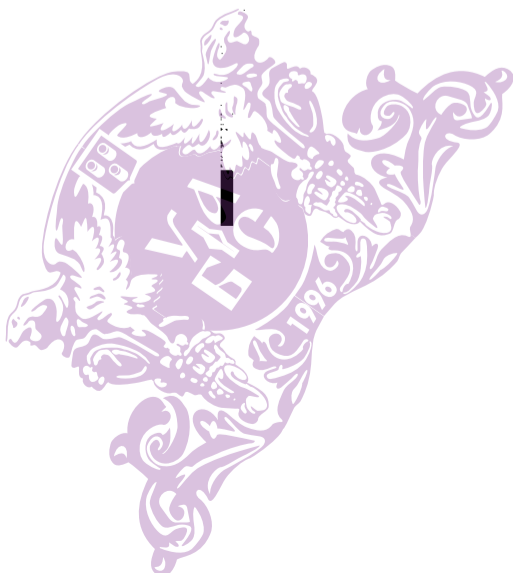
У нашому випадку показники Т і В (див. формулу 3.20) будуть однакові і становитимуть 450 днів.

Платіж за першим векселем буде здійснено через 180 днів, за другим – через 360, за третім – через 540, за четвертим – через 720:

$$\frac{180 + 360 + 540 + 720}{4} = 450, \quad (3.20)$$

Мультиплікатор вартості експортного контракту за наведених умов становитиме:

$$\frac{1}{\left(1 - \frac{16 \cdot 450}{100 \cdot 360}\right) \cdot \left(1 + \frac{10 \cdot 450}{100 \cdot 360}\right)} = 10, \quad (3.21)$$



Вартість експортного контракту необхідно збільшити на 10%, і вона становитиме $600\,000 \cdot 1,1 = 660\,000$ доларів США.

Після того, як між експортером та імпортером було досягнуто згоди, домовленість про те, що заборгованість по товарах оформлятиметься векселями, експортер має визначити їхню номінальну вартість. Для цього до ціни процентної ставки за кредит додається до ціни товарів, що експортуються. При цьому схеми розрахунку номінальної вартості векселів, що форфетуються, можуть бути різними.

Припустимо, що український експортер уклав угоду зі своїм зарубіжним контрагентом на постачання металургійної продукції. Її ціна становить 1000000 доларів США, а річна процентна ставка за доларовими грошима – 16,5%. Експортер уклав форфейтингову угоду з німецьким банком. З метою визначення номінальної вартості векселів, що форфетуються, розглянемо 3 різних способи цих розрахунків.

1 спосіб.

Ціну продукції, що експортується розділяємо на 5 рівних частин по 200000 доларів кожна. Відсоток нараховується по сумі, що залишилася для гашення в даний період, і додається до кожного траншу (табл. 3.6)

Таким чином, вартість зовнішньоторговельного контракту, сплата за який буде здійснюватися імпортером 5 векселями, складе 1495000 американських доларів. При цьому, кожний наступний вексель матиме менший номінал, ніж попередній.

2 спосіб.

Номінальна вартість векселів, що форфетуються, обчислюється за формулою ануїтету (річного внеску). Хоча існують таблиці більш точного розрахунку ануїтету, застосування цієї формули є набагато простішим. У цьому прикладі середній термін дії усіх векселів приблизно дорівнює $3 \frac{1}{4}$ (2 $\frac{3}{4}$ року). Нарахована сума відсотку за ставкою 16,5% на всю суму



Таблиця 3.6

Розрахунок номінальної вартості векселів, що форфетуються

№ п/п	Ціна товару, дол. США	Сума відсотку, дол. США	Номінал векселя, дол. США	Термін погашення, Роки
1.	200000	165000	365000	1-й рік
2.	200000	132000	332000	2-й рік
3.	200000	99000	299000	3-й рік
4.	200000	66000	266000	4-й рік
5.	200000	33000	233000	5-й рік
Усього	1000000	495000	1495000	

тоди 1000000 доларів США складе 495000 доларів. Кожний з 5 векселів у цьому випадку матиме номінальну вартість 299000 доларів США.

$$(1000000 + 495000) : 5 = 299000 \quad (3.22)$$

Загальна номінальна вартість усіх векселів складе всі ті ж 1495000 доларів США.

3 спосіб.

Ціну товарів розділяємо на 5 рівних частин по 200000 доларів кожна. Відсоток нараховується на кожний вексель до кінця його терміну дії (див. абл. 3.7).

Таким чином, загальна сума контракту, що оформлюється вексями, у даному випадку складе 1618290 американських доларів.

Різниця між підсумковими сумами не є дуже важливою. Принципово лише те, що різні способи розрахунку номінальної вартості векселів забезпечують різні графіки погашення заборгованості. Кожен з них може бути більш прийнятним у порівнянні з двома іншими в залежності від передбачуваних термінів погашення зобов'язань.



Таблиця 3.7

озрахунок номінальної вартості векселів, що форфетуються

№ п/п	Ціна товару, дол. США	Сума відсотку до кінця строку дії векселя, дол. США	Номінал векселя, дол. США	Термін погашення, Роки
1.	200000	33000	233000	1-й рік
2.	200000	71445	271445	2-й рік
3.	200000	116233	316233	3-й рік
4.	200000	168412	368412	4-й рік
5.	200000	229200	429200	5-й рік
Усього	1000000	618290	1618290	

При укладенні форфейтингових угод досить часто вважають, що ніби то ці операції здійснюються винятково в доларах США, євро або швейцарських франках. Дійсно, історично склалося так, що більшість цих угод укладається на базі однієї з цих трьох валют. Проте, в останні роки постійно зростає обсяг даних операцій і в інших валютах, особливо в японських єнах, англійських фунтах стерлінгів і шведських кронах. Існує лише одне обмеження для валюти – вона має бути вільно конвертованою.

Форфейтинг є досить гнучким інструментом фінансування міжнародної торгівлі. Однак, в цілому даний інструмент має як переваги, так і недоліки для всіх учасників угоди. З точки зору експортера основними перевагами є:

Надання форфейтингових послуг на основі фіксованої процентної ставки.

Фінансування за рахунок форфейтора без права регресу на експортера.

Можливість одержання грошових коштів одразу ж після постачання продукції або надання послуг, що позитивно впливає на загальну



ліквідність та платоспроможність, знижує обсяг банківських позик, дає можливість реінвестування засобів.

4. Відсутність витрат часу та грошей на управління боргом або на організацію його погашення.
5. Відсутність фінансових ризиків (усі валютні ризики, ризики зміни процентних ставок, а також ризик банкрутства гаранта несе форфейтор).
6. Простота документації і можливість швидкого оформлення вексельних боргових інструментів.
7. Конфіденційний характер угоди.
8. Можливість заздалегідь одержати від форфейтора опціон на фінансування угоди по фіксованій ставці, що дозволяє експортеру заздалегідь підрахувати свої витрати і включити їх у контрактну ціну, розрахувати інші підсумкові цифри.

Але використання форфейтингу має і певні недоліки для експортера:

1. Необхідність знати законодавство країни імпортера, яке визначає вимоги до форми векселів, гарантій і авалю.
2. Можливість виникнення ускладнень у випадку, якщо імпортер пропонує гаранта, що не влаштовує форфейтора.
3. Більш висока, чим при звичайному комерційному кредитуванні, маржа форфейтора.

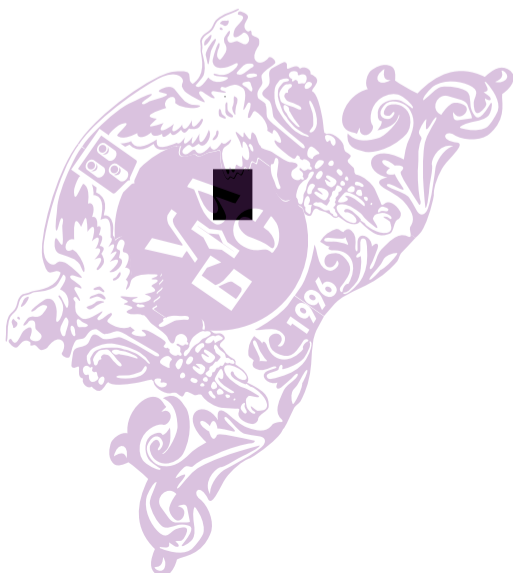
Форфейтинг має певні переваги та недоліки і для імпортера.

До переваг, в першу чергу, можна віднести:

1. Простота і швидкість оформлення документації.
2. Можливість одержання пролонгованого кредиту по фіксованій процентній ставці.
3. Можливість використання кредитної лінії в банку.

Недоліки для імпортера:

1. Зменшення можливості одержати банківський кредит при користуванні банківською гарантією.



- 1. Необхідність платити комісію за гарантію.
- 2. Більш висока маржа форфейтора.
- 3. Можливість виникнення труднощів з оплатою векселя як абстрактного зобов'язання у випадку постачання некондиційних товарів або невиконання експортером яких-небудь інших умов контракту.

У порівнянні з іншими формами кредитування міжнародної торгівлі форфейтинг також має як певні переваги, так і певні недоліки. Зокрема, він має багато спільного з факторингом.

Але факторинг звичайно використовується для короткострокового кредитування (90-180 днів), до того ж надається у відносно обмеженій кількості валют. При цьому завжди залишається певний ризик для експортера (фінансові інститути звичайно приймають тільки до 80% боргу і вимагають збереження права регресу на експортера у випадку неплатоспроможності імпортера). Недоліком факторингу є і те, що відсоток в ньому звичайно вищий, ніж при форфейтинговій формі фінансування. Нарешті, на відміну від факторингових операцій при здійсненні форфейтингу банк отримує векселя на всю суму і на весь термін їхньої дії, беручи на себе всі комерційні ризики без права регресу, що також є більш вигідним для експортера.

У практиці діяльності вітчизняних підприємств-експортерів і банків форфейтинг тільки починає запроваджуватися, а тому деякі питання правового забезпечення ще недостатньо врегульовані. Зокрема, специфікою форфейтингу є неоднозначний його характер. Це – кредитно-вексельна угода, пов'язана з розрахунками в іноземній валюті, а тому необхідне одночасне дослідження правових аспектів як кредитних відносин, так і вексельного бігу та валютного регулювання.

Згідно з Положенням Національного банку України "Про кредитування" № 246 від 28.09.1995 р. форфейтингові угоди можна характеризувати як своєрідну форму кредитного договору у вигляді



комерційного кредиту експортеру. Пункт 36 цього ж Положення визначає комерційний кредит як товарну форму кредиту, що характеризує відносини з питань перерозподілу матеріальних фондів і визначає кредитну угоду між двома суб'єктами господарської діяльності.

Учасники кредитних відносин при комерційному кредиті регулюють свої господарські відносини і можуть створювати платіжні засоби у вигляді векселів – зобов'язань боржника сплатити кредиторowi зазначену суму у визначений термін. Об'єктом комерційного кредиту можуть бути реалізовані *товари, виконані роботи, надані послуги, щодо яких продавцем надається відстрочення платежу.* У світовій практиці форфейтинг використовують здебільшого при експорті основних фондів.

При цьому необхідно зазначити, що в Положенні “Про кредитування” закладено можливість чітко розмежувати форфейтинг і угоду “а-форфе”.

Детальніше тлумачення вексельно-кредитних відносин можна знайти в законодавчих і нормативних документах, що стосуються вексельного обігу. Серед них насамперед слід назвати Женевську Конвенцію від 7 червня 1930 року, а також низку вітчизняних законодавчих та нормативних актів [56].

Таким чином, розширення експортних операцій вітчизняних підприємств, а також поступове вдосконалення системи розрахунків дають можливість сподіватися, що з часом форфейтинг посяде належне місце серед банківських операцій, а експортери отримають можливість його використання для управління валютними ризиками. Цьому певною мірою сприятиме подальше вдосконалення вітчизняної законодавчої та нормативно-інструктивної бази.

Висновки до розділу 3.

Бажання учасників валютного ринку знати майбутній валютний курс – це лише цікавість, але й можливість врятувати або збільшити свій капітал.



Аналіз процесів, що відбуваються в економіці в даний час, виявлення загальних закономірностей і тенденцій їхнього розвитку дозволяють із певним ступенем вірогідності спрогнозувати зміну валютних курсів у майбутньому.

Існуючі методи прогнозування валютного курсу можна умовно розділити на дві групи:

- статистичні методи (проводяться на основі кількісного аналізу);
- методи експертних оцінок (проводяться на основі якісного аналізу).

Статистичні методи прогнозування розробляються на основі:

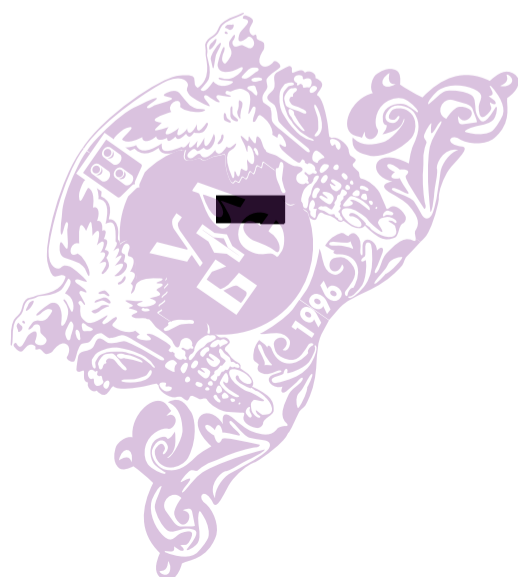
- показових функцій;
- ступінних функцій;
- динамічних рядів;
- аналітичних залежностей.

Для прогнозування валютного курсу найчастіше застосовуються наступні методи експертних оцінок:

- метод написання сценаріїв;
- метод оцінки за окремими показниками.

При використанні методу оцінки за окремими показниками встановлюються кореляційні залежності між динамікою зміни окремих фактороутворюючих чинників і динамікою валютного курсу, і визначається ступінь кореляції. Прогнозування валютного курсу ведеться на основі встановлених залежностей (частіше усього встановлюється залежність між валютним курсом та інфляцією).

У роботі за допомогою статистичних даних за 2000 рік, що характеризують вплив інфляції на валютний курс, нами було визначено ступінь кореляції, на підставі якого було зроблено висновок про ступінь залежності між цими двома чинниками. Але отриманий результат показав деякі розбіжності між прогнозованою та дійсною зміною валютного курсу.



же, точність цього методу різко зменшується в умовах нестабільного фінансово-економічного середовища, що є характерним, зокрема, і для України.

Таким чином, найбільш розумно використовувати метод оцінки за різними показниками у якості допоміжного при прогнозуванні валютного курсу і при визначенні чинників, що на нього впливають, а також для утримання загального уявлення про стан і найбільш можливий розвиток валютного ринку.

Процеси формування міжнародних фінансових ринків, які досягли найбільшого розвитку в 90-х рр., із впевненістю можна віднести до найбільш значущих явищ економічного життя XX століття. Зростання міжнародних потоків капіталу, що є одним з найважливіших індикаторів фінансової глобалізації, супроводжується підвищенням фінансових (валютних) ризиків, що у свою чергу створює додаткову потребу в введенні операцій хеджування. У міжнародній практиці хеджування зв'язується з функціонуванням ринку фінансових деривативів і є одним з поширеніших підходів до управління ризиками.

У процесі ринкової трансформації нові сегменти фінансового ринку почали формуватися і в Україні. І хоча вітчизняні підприємці тільки починають ознайомлюватися з сучасними видами фінансових інструментів та можливостями, які вони відкривають для підвищення ефективності діяльності, але як показує практика операції з похідними фінансовими інструментами стають дедалі популярнішими у всіх сферах підприємництва, частково формуючи суттєву частину доходів суб'єктів господарювання.

Нині, у зв'язку із впровадженням та використанням в Україні режиму плаваючого валютного курсу, операції з валютними деривативами мають привернути увагу значної кількості потенційних учасників, оскільки вони залишаються найефективнішим механізмом зниження цінних і валютних ризиків.



В дисертаційній роботі ми спробували розглянути приклади використання строкових валютних угод для хеджування ризиків, пов'язаних із зміною валютних курсів на прикладі конкретного зовнішньоторговельного контракту.

Найбільш ефективним виявилось використання валютних ф'ючерсних контрактів, на другому місці – валютна операція “форвард”, а найменш привабливою є угода з валютним опціоном.

Одними з найбільш розповсюджених інструментів управління валютними ризиками, що застосовуються як зарубіжними, так і вітчизняними підприємствами, є так звані контрактні методи.

Для українських підприємств, що здійснюють зовнішньоекономічну діяльність, найбільш прийнятним та перспективним є вибір валюти ціни і валюти платежу у зовнішньоторговельному контракті.

При укладанні зовнішньоекономічної угоди контрагенти мають можливість включити до статті 11 контракту „Інші умови” додаткову умову, що передбачає їхній захист від зміни валютного курсу. У цьому випадку в контракт вводиться нова валюта – валюта застереження. При цьому валюта платежу ставиться в залежність від більш стійкої валюти, наприклад, долара США або євро.

На прикладі реального зовнішньоторговельного контракту з російським імпортером ми порівняли ефективність використання валютних застережень як контрактного методу хеджування валютних ризиків. Найефективнішим виявився метод включення до умов контракту двох валютних застережень – євро та долара США.

Найефективнішим інструментом хеджування валютних ризиків, що виникають при укладенні угод з контрагентами, партнерські зв'язки з якими вже давно налагоджені, є стратегія випереджень і запізнь (leads & lags). Ця стратегія припускає свободу вибору дати платежу за зовнішньоекономічним контрактом. Постійний грошовий потік між підприємствами-контрагентами



ворює сприятливі передумови для використання цієї стратегії, тому що вона надає їм можливість точно прорахувати обсяги фінансових потоків на визначену дату і, таким чином, опосередковано впливати на їхню платоспроможність. Однак, усе це передбачає наявність єдиної мети та чіткої погодженості дій.

Альтернативною стратегією управління валютними ризиками, що виникають під час довгострокових ділових відносин з іноземними компаніями, є так звана техніка розподілу ризиків, тобто угода між підприємствами, у якій покупець і продавець погоджуються взяти на себе відповідальність за визначену частину збитків, пов'язаних з коливаннями валютних курсів, незалежно від того, які втрати компанії понесли в дійсності. Якщо фірми розраховують на довгострокові взаємовигідні відносини, то використання стратегії розподілу ризиків сприятиме збільшенню торговельного обороту між компаніями, передбачуваності фінансових потоків тощо.

Однією з альтернатив, що використовується для хеджування валютно-курсових ризиків зарубіжних корпорацій є створення так званих реінвойсингових центрів.

Реінвойсинговий центр – це окрема філія транснаціональної корпорації, яка централізовано займається англійськом та хеджуванням усіх валютних ризиків, що виникають у ході міжнародної торгівлі. У роботі наведено схему

функціональності реінвойсингового центру транснаціональної корпорації.

Хеджування валютних ризиків може також здійснюватися методом структурування зустрічних валютних потоків. Основний зміст даної стратегії полягає в тому, щоб валютні зобов'язання або вимоги фірми були покриті. Таким чином, для будь-якого грошового потоку повинен існувати зустрічний потік у тій же валюті, що закриває відкриту позицію компанії. Ця стратегія найчастіше використовується експортерами. Її проведення можливо лише в



умовах стабільності та передбачуваності фінансового ринку, коли ризик платежів практично відсутній.

Одним з найбільш розповсюджених методів хеджування валютних ризиків у зовнішній торгівлі, який активно застосовують зарубіжні підприємства, є використання форфейтингових операцій.

Форфейтинг є однією з нових для вітчизняного ринку форм фінансових послуг, економічний зміст якої полягає у фінансуванні зовнішньоекономічної діяльності експортерів на основі надання їм середньострокових пільгових кредитів на умовах обліку без права регресу товарних (комерційних) і фінансових векселів, власниками яких є підприємства-експортери. Механізм форфейтингу використовується для сприяння надходженню коштів експортеру, що надав кредит імпортеру.

Таким чином, цей метод дозволяє експортерам уникнути валютного ризику, що може виникнути внаслідок курсових коливань на протязі періоду укладення зовнішньоторговельної угоди та фактичним платежем за цю угоду.

Після того, як між експортером та імпортером було досягнуто угоди, зобов'язаність про те, що заборгованість по товарах оформлятиметься векселями, експортер має визначити їхню номінальну вартість. У роботі використовуються три схеми розрахунку номінальної вартості векселів, що регулюються.

У практиці діяльності вітчизняних підприємств-експортерів і банків форфейтинг тільки починає запроваджуватися, а тому деякі питання цього забезпечення ще недостатньо врегульовані.



ВИСНОВКИ

У дисертації наведено теоретичне узагальнення і нове вирішення наукової задачі, що виявляється в обґрунтуванні фінансового механізму управління валютними ризиками підприємств-експортерів.

Проведене дисертаційного дослідження організації процесу управління валютними ризиками підприємств-експортерів дозволило зробити наступні висновки та сформулювати відповідні пропозиції:

Вдосконалення валютного ринку, розвиток його міжбанківського сектора, зростання обсягів експортно-імпортних операцій, розширення на українському ринку діяльності нерезидентів, збільшення обсягів іноземного інвестування досить гостро поставили проблеми підвищення рівня ризику операцій з іноземною валютою.

Проблема валютного ризику в економічній теорії та практиці вперше постала наприкінці 70-х років ХХ століття, після підписання країнами-членами Міжнародного валютного фонду Ямайської (Кінгстонської) угоди (Кінгстон, Ямайка, 1976 р.). У відповідності з основними принципами цієї валютної системи було офіційно проголошено повну демонетизацію золота, скасовано його офіційну ціну і золотий паритет; введено міжнародну розрахункову одиницю SDR (спеціальні права запозичення), яка мала стати основою визначення обмінних курсів національних валют; і, головне, введено режим вільного курсоутворення на базі «плаваючих» валютних курсів – флоатинг.

Найбільшої гостроти проблема валютного ризику набула у 80-90-х рр. минулого сторіччя і залишається актуальною на перспективу. Це, перш за все, пов'язано з різким зростанням обсягів міжнародних торговельних і фінансових операцій, непрогнозованими коливаннями валютних курсів, зростанням обсягів валютних спекуляцій, що спричиняє різке збільшення



залежності кінцевих фінансових результатів діяльності підприємств і фінансово-кредитних установ від валютного ризику.

Валютний ризик – це ймовірність грошових утрат або недоодержання прибутку суб'єктів валютного ринку в порівнянні з запланованими значеннями в результаті несприятливої зміни значення валютного курсу.

З суто економічної точки зору такий ризик є наслідком незбалансованості активів і пасивів щодо кожної з валют за термінами і сумами. Головним чинником виникнення валютних ризиків є коротко- та довгострокові коливання обмінних курсів, що залежать від попиту й пропозиції валюти на національних і міжнародних валютних ринках.

У світовій практиці ризик, пов'язаний з виникненням потенційних збитків, визначають терміном «експозиція». Коли мова йде про певний фінансовий ризик, то кажуть, що підприємство (установа) наражається на експозицію, а відносно валютного ризику вживається термін «валютна експозиція». З погляду практики виникнення валютного ризику пов'язано зі станом валютної позиції, тобто співвідношенням між вимогами та зобов'язаннями у іноземній валюті.

За характером і місцем виникнення валютні ризики поділяють на ризики щодо країни, які складаються з політичних ризиків та ризиків валютного контролю, та валютно-курсіві ризики, що включають до свого складу операційні (транзакційні), трансляційні (бухгалтерські) та валютно-економічні ризики.

Управління валютним ризиком передбачає проведення його детального аналізу, оцінку можливих наслідків та вибір відповідних методів страхування. Оцінка ризику передбачає визначення тривалості періоду ризику, суми коштів, що знаходяться під ризиком, та обсягу збитків за відповідними зобов'язаннями, що можуть виникнути в майбутньому. Тому передбачення валютних ризиків посідає чільне місце у стратегії планування діяльності



підприємства чи фінансово-кредитної установи і є запорукою підвищення ефективності їхньої основної діяльності.

Управління валютним ризиком базується на виборі відповідної стратегії менеджменту ризику, що містить у собі такі основні елементи:

- використання всіх можливих засобів уникнення ризику, який призводить до значних збитків;
- контроль ризику та мінімізація сум імовірних збитків, якщо немає можливості уникнути його повністю;
- страхування валютного ризику в разі неможливості його уникнення.

У світовій практиці управління валютними ризиками за допомогою використання фінансових інструментів називають хеджуванням (hedging). Головна мета використання відповідних методів хеджування полягає в тому, щоб здійснити валютно-обмінні операції своєчасно – ще до того, як відбудеться небажана зміна курсів, або ж компенсувати збитки від такої зміни за рахунок паралельних операцій з валютою, курс якої змінюється в протилежному напрямку.

Хеджування зменшує валютний ризик. Однак зменшення ризику не означає збільшення вартості чи зростання рентабельності компанії. Тому приймати рішення про хеджування валютних ризиків потрібно тільки в рамках загальної стратегії управління ризиками, виходячи зі ступеня участі підприємства в міжнародній торгівлі.

У цілому валютний ризик повинен бути ідентифікований та оцінений, необхідно визначити ступінь його впливу на фінансові результати діяльності компанії. Лише після цього можна з'ясувати питання про те, чи необхідно страхувати компанію від негативних впливів коливань курсів і яким чином це зробити.

У світовій теорії та практиці існує досить велика кількість різних методів хеджування валютних ризиків, основними серед яких можна назвати:



- структурне збалансування активів, пасивів, кредиторської та дебіторської заборгованості;
- стратегія випереджень та запізнювань (стратегія “leads&lags”);
- угода про поділ ризиків;
- кредитування та інвестування в іноземній валюті;
- структурування зустрічних валютних потоків;
- паралельні позички;
- валютні застереження;
- валютні “подушки”;
- створення реінвойсингових центрів;
- операції з валютними деривативами, у т.ч.:
 - валютні операції “форвард”;
 - операції “своп”;
 - опціонні угоди;
 - валютні ф’ючерсні контракти;
- дисконтування вимог в іноземній валюті (форфейтинг);
- самострахування та інші.

В економічній практиці вказані методи досить часто переплітаються між собою, а окремі фінансово-кредитні установи використовують, як правило, не один, а водночас кілька методів. При цьому деякі стратегії використовуються переважно за короткострокового хеджування, а інші – за довгострокового.

Західні компанії вже давно оцінили важливість уміння оцінювати величину валютного ризику і управляти ним. У будь-якій крупній іноземній компанії є менеджер з хеджування валютного ризику. Більш того, управління валютним ризиком є невід’ємною частиною стратегічної діяльності компанії, в організаційній структурі кожної фірми існує підрозділ, який систематично



займається аналізом валютного ризику та розробляє механізми з його хеджування.

Вітчизняні підприємства, що не мають достатнього досвіду роботи на зовнішньому ринку, досить часто тільки на своїх помилках починають розуміти важливість урахування у повсякденній діяльності, тим більше, у перспективі динаміки валютного курсу. Необхідно чітко уявляти те, що конкурентноздатність компанії на світовому ринку потребує від неї якісно нового підходу до фінансового аналізу діяльності, змушуючи приймати міжнародні стандарти і правила гри. Тому фінансовий менеджер будь-якої компанії рано чи пізно зіткнеться з проблемою хеджування фінансових ризиків, у тому числі і валютних. Деякі українські компанії вже активно розглядають це питання. Але, в цілому, в Україні проблемам управління валютними ризиками не приділяється належної уваги.

Зовнішня торгівля і, зокрема, експорт мають для економіки України винятково важливе значення. Так наприклад, якщо у США та Японії експортні надходження займають всього 10% у структурі валового внутрішнього продукту, у Франції та Польщі - майже 20%, то в Україні у 2002 р. частка експорту товарів у ВВП становила 32% і послуг - майже 10 %.

Таким чином, значення зовнішньої торгівлі, яка лишається чи не єдиним важелем оперативного виведення української економіки із тривалої кризи, важко переоцінити.

Як показав проведений у ході дослідження модельний аналіз, динаміка експорту українських товарів та послуг останніми роками визначалася сьомо основними факторами.

Найбільш впливовий - це рівень сумарного виробництва промислової продукції в країнах-імпортерах української продукції. Він забезпечує 54% сумарного приросту українського експорту. Збільшення виробництва в Україні промислової, сільськогосподарської та будівельної продукції - 19%; зростання середнього індексу експортних цін по країнах-імпортерах - 14%;



зниження індексу роздрібних цін по Україні - 5%; зниження тарифів у країнах далекого зарубіжжя - 4%; збільшення прямих іноземних інвестицій - 2,3%; підвищення валютного курсу - 1,2%. Такі показники є природними, бо 80-93% українського експорту останніх років у ці країни складають товари саме виробничого призначення, і тільки 7-20% - товари кінцевого споживання.

Отже, останніми роками майже всі чинники (крім валютного курсу), які визначали зростання експорту українських товарів, мають зовнішнє походження, а фактори вітчизняного походження викликали лише зменшення експорту. На нашу думку, для збільшення українського експорту необхідно:

1. Розвивати конкурентоспроможне експортне виробництво.
2. Стримувати інфляцію.
3. Залучати більше іноземних інвестицій, які водночас дуже сильно впливають і на успішне вирішення першого завдання.
4. Поступово девальвувати гривню.

Однією з пріоритетних галузей української промисловості є металургія. При цьому, і це є особливо важливим, металургійна галузь має досить великий експортний потенціал. В даний час експортується порядку 80-90% виготовленої продукції. Отже, ця стратегічна галузь забезпечує близько 45-48% всіх валютних надходжень України, а в структурі ВВП займає приблизно 25-27%.

В процесі написання дисертаційної роботи нами було досліджено основні види фінансових ризиків підприємств-експортерів металургійної продукції та визначено ступінь їхнього впливу на діяльність цих підприємств.

До основних фінансових ризиків, притаманних діяльності підприємств-експортерів, належать: валютний, кредитний, податковий, ризик ліквідності, інфляційний та ціновий.



При проведенні аналізу особливу увагу було приділено валютному, як специфічному виду ризиків, характерному для підприємств, що займаються зовнішньоекономічною діяльністю та здійснюють розрахунки з контрагентами в іноземній валюті.

Найпростішим способом уникнення валютного ризику є використання в якості форми розрахунку попередньої оплати (авансового платежу) за допомогою такого фінансового інструменту як банківський переказ по системі SWIFT. Необхідно зазначити, що така форма розрахунків вигідна підприємству при експорті, а при імпорті може призвести до негативних наслідків.

У рамках тенденцій розвитку економіки, що намітилися в Україні однією з найбільш актуальних і першочергових проблем для вітчизняних підприємств є ефективна організація їхньої зовнішньоекономічної діяльності, зокрема, задача формування валютної політики підприємства, основною якої є управління валютними ризиками, що виникають у результаті курсових коливань.

У силу того, що вітчизняні підприємства порівняно недавно стали досить самостійними на світових ринках, у них ще не вистачає досвіду та кваліфікації у формуванні власної валютної політики. Крім того, на жаль, більшість українських підприємств не має аналітичних відділів і не користується послугами консалтингових структур. Отже, виникає питання реструктуризації фінансових підсистем компаній з метою їхньої націленості на формування валютної політики підприємства.

В цілому, валютну політику підприємства можна визначити як частину його загальної фінансової стратегії, що полягає в розробці системи заходів щодо нейтралізації можливого негативного впливу на діяльність підприємства, викликаного несприятливими змінами валютних курсів.

Валютна політика підприємства формується у кілька етапів. Менеджер переходить до наступного етапу тільки після прийняття позитивного



ухвалення рішення на попередньому етапі. Хоча усі ступіні політики і підпорядковані загальній задачі, але дуже відрізняються один від одного. Тому кожен етап має бути орієнтованим на постановку мети, вибір способів її реалізації і визначення кінцевого результату.

Критерієм визначення ефективності валютної політики підприємства служить валютоекспорт і валютозаощаджуючий імпорт.

Для успішного й ефективного вирішення проблем валютної політики на підприємстві доцільним виглядає створення відділу менеджменту валютних ризиків, до складу якого будуть входити менеджери з управління кожним видом валютного ризику, фахівець із прогнозування валютних курсів, фінансовий аналітик. Політика даного відділу повинна формуватися у взаємодії з маркетинговою службою і виробничим відділом. Це співробітництво допоможе поліпшити управління конкурентною позицією підприємства.

Проблема управління валютними ризиками тісно пов'язана з питаннями організації внутрішнього валютного ринку у країні та прогнозуванням валютного курсу. Одним із найбільш важливих напрямів є проведення центральним банком відповідної валютно-курсової політики, яка може бути спрямованою на стимулювання експорту та зростання виробництва, або навпаки сприяє імпортовому насиченню країни. Не є виключенням і Національний банк України, який регулюючи валютний ринок та впливаючи на процес формування валютного курсу та його динаміку, переслідує певні цілі, у тому числі й стратегічні для країни. Україна є експортоорієнтованою країною, тому питання валютно-курсової політики НБУ та її впливу на конкурентоспроможність вітчизняних експортерів, у тому числі і на процес управління валютними ризиками, є вельми важливим.

Протягом останніх декількох років Національний банк України при плануванні своєї валютно-курсової політики використовує специфічний



фінансовий індикатор - реальний ефективний обмінний курс гривні (REER). Саме динаміка цього показника надає Нацбанку відносно точний інструмент прогнозування платіжного балансу країни, і тому є незаперечним аргументом у політичній дискусії з експортерами, які вимагають девальвувати гривню.

Реальний ефективний валютний курс розраховується як співвідношення між національною валютою та валютами 18 основних країн-партнерів за експортом, зважене з урахуванням обсягу валютних операцій з цими країнами (на відміну від номінального валютного курсу, який відбиває номінальну ціну національної валюти, виражену у валюті інших країн). Крім того, REER враховує зміни рівнів цін та (або) інших показників в країнах-партнерах.

Нинішня політика Національного банку сприяє збереженню позитивного впливу валютного курсу на фінансову стабільність, зниження рівня інфляції. Найближчим часом можна очікувати збереження стабільності на валютному ринку з незначною девальвацією гривні – така точка зору банкірів на перспективи курсової політики НБУ. Подібному прогнозу сприяють позитивне сальдо торговельного балансу, девальваційний запас у національній валюті і непохитна рішучість центрального банку утримувати валютний курс в незмінному виді.

Бажання учасників валютного ринку знати майбутній валютний курс – не лише цікавість, але й можливість врятувати або збільшити свій капітал. Аналіз процесів, що відбуваються в економіці в даний час, виявлення загальних закономірностей і тенденцій їхнього розвитку дозволяють із певним ступенем вірогідності спрогнозувати зміну валютних курсів у майбутньому.

Існуючі методи прогнозування валютного курсу можна умовно розділити на дві групи:

- статистичні методи (проводяться на основі кількісного аналізу);
- методи експертних оцінок (проводяться на основі якісного аналізу).



Статистичні методи прогнозування розробляються на основі:

- показових функцій;
- ступінних функцій;
- динамічних рядів;
- аналітичних залежностей.

Для прогнозування валютного курсу найчастіше застосовуються наступні методи експертних оцінок:

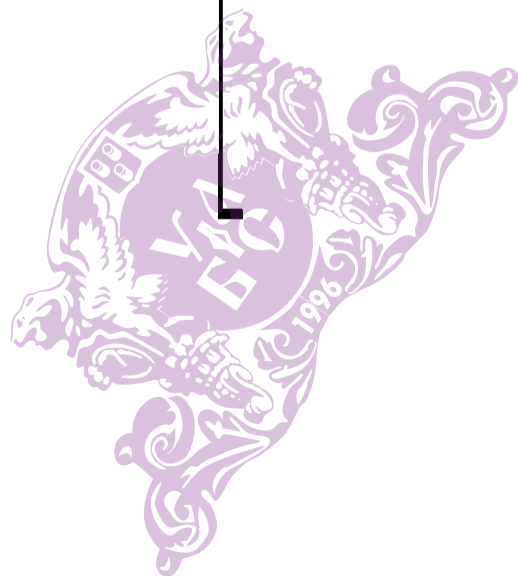
- метод написання сценаріїв;
- метод оцінки за окремими показниками.

При використанні методу оцінки за окремими показниками встановлюються кореляційні залежності між динамікою зміни окремих курсоутворюючих чинників і динамікою валютного курсу, і визначається ступінь кореляції. Прогнозування валютного курсу ведеться на основі одержаних залежностей (частіше усього встановлюється залежність між валютним курсом та інфляцією).

У роботі за допомогою статистичних даних за 2000 рік, що характеризують вплив інфляції на валютний курс, нами було визначено ступінь кореляції, на підставі якого було зроблено висновок про ступінь залежності між цими двома чинниками. Але отриманий результат показав деякі розбіжності між прогнозованою та дійсною зміною валютного курсу. Отже, точність цього методу різко зменшується в умовах нестабільного фінансово-економічного середовища, що є характерним, зокрема, і для України.

Таким чином, найбільш розумно використовувати метод оцінки за окремими показниками у якості допоміжного при прогнозуванні валютного курсу і при визначенні чинників, що на нього впливають, а також для одержання загального уявлення про стан і найбільш можливий розвиток валютного ринку.

Процеси формування міжнародних фінансових ринків, які досягли



найбільшого розвитку в 90-х рр., із впевненістю можна віднести до найвизначніших явищ економічного життя ХХ століття. Зростання міжнародних потоків капіталу, що є одним з найважливіших індикаторів фінансової глобалізації, супроводжується підвищенням фінансових (валютних) ризиків, що у свою чергу створює додаткову потребу в проведенні операцій хеджування. У міжнародній практиці хеджування пов'язується з функціонуванням ринку фінансових деривативів і є одним з найпоширеніших підходів до управління ризиками.

У процесі ринкової трансформації нові сегменти фінансового ринку почали формуватися і в Україні. І хоча вітчизняні підприємці тільки знайомляться з сучасними видами фінансових інструментів та можливостями, які вони відкривають для підвищення ефективності діяльності, але як показує практика операції з похідними фінансовими інструментами стають дедалі популярнішими у всіх сферах підприємництва, часто формуючи суттєву частину доходів суб'єктів господарювання.

Нині, у зв'язку із впровадженням та використанням в Україні режиму плаваючого валютного курсу, операції з валютними деривативами мають привернути увагу значної кількості потенційних учасників, оскільки вони залишаються найефективнішим механізмом зниження цінних і валютних ризиків.

В дисертаційній роботі ми спробували розглянути приклади використання строкових валютних угод для хеджування ризиків, пов'язаних із зміною валютних курсів на прикладі конкретного зовнішньоторговельного контракту.

Найбільш ефективним виявилось використання валютних ф'ючерсних контрактів, на другому місці – валютна операція “форвард”, а найменш привабливою є угода з валютним опціоном.



Одними з найбільш розповсюджених інструментів управління валютними ризиками, що застосовуються як зарубіжними, так і вітчизняними підприємствами, є так звані контрактні методи.

Для українських підприємств, що здійснюють зовнішньоекономічну діяльність, найбільш прийнятним та перспективним є вибір валюти ціни і валюти платежу у зовнішньоторговельному контракті.

При укладанні зовнішньоекономічної угоди контрагенти мають можливість включити до статті 11 контракту „Інші умови” додаткову умову, що передбачає їхній захист від зміни валютного курсу. У цьому випадку в контракт вводиться нова валюта – валюта застереження. При цьому валюта платежу ставиться в залежність від більш стійкої валюти, наприклад, долара США або євро.

На прикладі реального зовнішньоторговельного контракту з російським імпортером ми порівняли ефективність використання валютних застережень як контрактного методу хеджування валютних ризиків. Найефективнішим виявився метод включення до умов контракту двох валютних застережень – євро та долара США.

Найефективнішим інструментом хеджування валютних ризиків, що виникають при укладенні угод з контрагентами, партнерські зв'язки з якими вже давно налагоджені, є стратегія випереджень і запізень (leads&lags). Ця стратегія припускає свободу вибору дати платежу за зовнішньоекономічним контрактом. Постійний грошовий потік між підприємствами-контрагентами створює сприятливі передумови для використання цієї стратегії, тому що вона надає їм можливість точно прорахувати обсяги фінансових потоків на визначену дату і, таким чином, опосередковано впливати на їхню платоспроможність. Однак, усе це передбачає наявність єдиної мети та чіткої погодженості дій.

Альтернативною стратегією управління валютними ризиками, що виникають під час довгострокових ділових відносин з іноземними



компаніями, є так звана техніка розподілу ризиків, тобто угода між підприємствами, у якій покупець і продавець погоджуються взяти на себе заздалегідь визначену частину збитків, пов'язаних з коливаннями валютних курсів, незалежно від того, які втрати компанії понесли в дійсності. Якщо фірми розраховують на довгострокові взаємовигідні відносини, то використання стратегії розподілу ризиків сприятиме збільшенню торговельного обороту між компаніями, передбачуваності фінансових потоків тощо.

Однією з альтернатив, що використовується для хеджування валютно-курсних ризиків зарубіжних корпорацій є створення так званих реінвойсингових центрів.

Реінвойсинговий центр – це окрема філія транснаціональної корпорації, яка централізовано займається аналізом та хеджуванням усіх валютних ризиків, що виникають у ході міжнародної торгівлі. У роботі наведено схему діяльності реінвойсингового центру транснаціональної корпорації.

Хеджування валютних ризиків може також здійснюватися методом структурування зустрічних валютних потоків. Основний зміст даної стратегії полягає в тому, щоб валютні зобов'язання або вимоги фірми були покриті. Таким чином, для будь-якого грошового потоку повинен існувати зустрічний потік у тій же валюті, що закриває відкриту позицію компанії. Ця стратегія найчастіше використовується експортерами. Її проведення можливо лише в умовах стабільності та передбачуваності фінансового ринку, коли ризик неплатежів практично відсутній.

Одним з найбільш розповсюджених методів хеджування валютних ризиків у зовнішній торгівлі, який активно застосовують зарубіжні підприємства, є використання форфейтингових операцій.

Форфейтинг є однією з нових для вітчизняного ринку форм фінансових послуг, економічний зміст якої полягає у фінансуванні зовнішньоекономічної діяльності експортерів на основі надання їм середньострокових пільгових



кредитів на умовах обліку без права регресу товарних (комерційних) і фінансових векселів, власниками яких є підприємства-експортери. Механізм форфейтингу використовується для сприяння надходженню коштів експортеру, що надав кредит імпортеру.

Таким чином, цей метод дозволяє експортерам уникнути валютного ризику, що може виникнути внаслідок курсових коливань на протязі періоду між укладенням зовнішньоторговельної угоди та фактичним платежем за нею.

Після того, як між експортером та імпортером було досягнуто домовленість про те, що заборгованість по товарах оформлятиметься векселями, експортер має визначити їхню номінальну вартість. У роботі наводяться три схеми розрахунку номінальної вартості векселів, що форфетуються.

У практиці діяльності вітчизняних підприємств-експортерів і банків форфейтинг тільки починає запроваджуватися, а тому деякі питання правового забезпечення ще недостатньо врегульовані.



СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Абрамова А.М., Александрова Л. С. Финансы, денежное обращение и кредит. – М.: Институт международного права и экономики, 1996. – 136 с.
2. Аверьянова Т.А. Маркетинг в кредитно-финансовой организации как социально-интеграционная деятельность // Банковские услуги. – 1996. – №11. – С.24-28.
3. Адиебеков М.Г. Кредитные операции: классификация, порядок привлечения и учет. – М.: Изд-во АО «Консалтбанкир», 1995. – 68 с.
4. Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг. – М.: Финансы и статистика 1992. – 352 с.
5. Андронов О., Береславська О. Українській міжбанківській валютній біржі – п'ять років // Вісник Національного банку України. – 1998. – № 7. – С.30-39.
6. Антонов Н. Г., Пессель М.А. Денежное обращение, кредит и банки. – М.: АО «Финстатинформ», 1995. – 272 с.
7. Ачкасов А.И. Типы валютных операций и другие виды сделок на международных денежных рынках. – М.: Консалтбанкир, 1994. – 62 с.
8. Бак И. О межгосударственном регулировании деятельности банков-нерезидентов // Российский экономический журнал. – 1996. – №8. – С.14-49.
9. Балод М.Ю. Банковские услуги для частных лиц // Банковские услуги. – 1996. – №11. – С.22-27.
10. Банки и банковские операции. – М.: ЮНИТИ, 1997. – 471 с.
11. Банковское дело. – М.: Банковский и биржевой научно-консультационный центр, 1992. – 428 с.
12. Баранов В. Т. Справочная книга инспектора валютных операций коммерческих банков. – М.: АО «МЕНАТЕП-ИНФОРМ», 1995. – 432 с.



13. Барановський О. Валютна безпека // Вісник Національного банку України. – 1998. – № 8. – С.18-21.
14. Белов М. Информация – новый вид финансовых активов // Банковские технологии. – 1997. – № 2. – С.40-43.
15. Белых Л. П. Устойчивость коммерческих банков: как банкам избежать банкротства. – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1996. – 192 с.
16. Береславська О. Тенденції розвитку валютного ринку на початок 1998 року // Вісник Національного банку України. – 1998. – № 5. – С.22-24.
17. Береславська О. Під знаком девальвації // Вісник Національного банку України. – 1999. – № 2. – С.16-20.
18. Бор М. З., Пятенко В. В. Менеджмент банков: организация, стратегия, планирование. – М.: ИКС «ДИС», 1997. – 288 с.
19. Бор М. З., Пятенко В. В. Стратегическое управление банковской деятельностью. – М.: Приор, 1995. – 160 с.
20. Бортников А.П. Учет банковских процентов и транспортных расходов // Бухгалтерский учет. – 1995. – № 4. – С.21-26.
21. Брейлн Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – М.: Олимп-Бизнес, 1997. – 1120 с.
22. Брігхем Є.Ф. Основи фінансового менеджменту: Пер. з англ. – К.: Молодь, 1997. – 1000 с.
23. Булатов В.И., Львов Ю.И. Банки и банковские операции в России. / Под ред. М.Х. Лapidуса. – М.: Финансы и статистика, 1996. – 326 с.
24. Буренин А.Н. Рынки производных финансовых инструментов. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 368 с.
25. Буренин А.Н. Фьючерсные, форвардные и опционные рынки. – М.: Тривола, 1995. – 240 с.
26. Вайн С. Опционы как инструмент для частных инвестиций // Рынок ценных бумаг. – 1999. – № 7. – С.28-32.
27. Валютный рынок и валютное регулирование. – М.: БЕК, 1996. – 475 с.



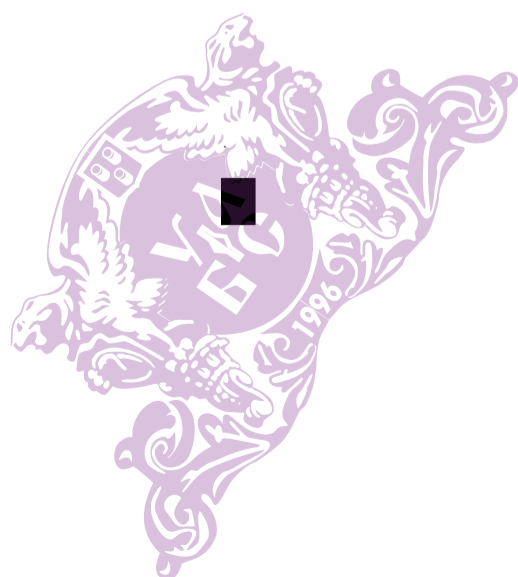
28. Васильченко З. Теорія і практика укладання строкових валютних контрактів // Банківська справа. – 1998. – № 1. – С.46-53.
29. Васюренко О.В. Механизм осуществления банковских операций с иностранной валютой. – Харьков: Гриф, 1997. – 176 с.
30. Веремеенко С.А., Игудин Р.В. Анализ соответствия структуры активов и пассивов коммерческого банка в условиях инфляции // Банковское дело. – 1996. – № 5. – С.20-25.
31. Веселовський О. Удосконалення нагляду за діяльністю комерційних банків // Вісник Національного банку України. – 1997. – № 2. – С.2-5.
32. Вітлінський В.В., Наконечний С.І. Ризик у менеджменті. – К.: Борисфен-М, 1996. – 326 с.
33. Воронин Д. В. Макроэкономическое регулирование кредитных рисков // Банковское дело. – 1996. – № 9. С.14-18.
34. Воронин Д. В. Проблемы управления банковской ликвидностью в России // Банковское дело. – 1996. – № 8. – С.18-23.
35. Гавальда К., Стуфле Ж. Банковское право. – М.: «Финстатинформ», 1996. – 566 с.
36. Галь В. Через падіння до стабілізації // Вісник Національного банку України. – 1999. – № 3. – С.15-17.
37. Гальчинський А.С. Сучасна валютна система. – К.: LIBRA, 1993. – 96 с.
38. Гальчинський А.С. Теорія грошей. – К.: Основи, 1996. – 413 с.
39. Глазунов В.Н. Финансовый анализ и оценка риска реальных инвестиций. – М.: Финстатинформ, 1997. – 135 с.
40. Голубович А. Д., Ситник А. В., Хенкин Б. Л., Самоукина Н. В. Управление банком: организационные структуры, персонал и внутренние коммуникации. – М.: «Менатеп-информ», 1995. – 208 с.
41. Горина С.А. Учет в банке: Проверка правильности отражения банковских операций. – М.: Стрикс, 1995. – 428 с.
42. Гроші та кредит: Підручник / Під ред. М.І. Савчука. – К.: Либідь, 1992. –



- 331 с.
43. Грядовая О. Кредитные риски и банковское ценообразование // Российский экономический журнал. – 1995. – № 9. – С.44-49.
 44. Данилевский Ю.А. Международные требования к банковской бухгалтерской информации // Бухгалтерия и банки. – 1996. – № 4. – С.20-25.
 45. Данильченко К. М., Раєвська Т.О. Ліквідність та активи банків // Вісник Національного банку України. – 1996. – № 5. – С.56-62.
 46. Де Ковни Ш., Такки К. Стратегии хеджирования. – Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 208 с.
 47. Долан Е.Дж. и др. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика. – М.: ПФК «Профико», 1996. – 532 с.
 48. Егорова Н.Е., Смулов А. М. Модели и методы анализа финансовых инструментов кредитной политики банка и динамики его развития в условиях переходного периода. – М.: ЦЭМИ РАН, 1997. – 32 с.
 49. Еременко А. Методы реструктуризации кредитных институтов // Финансист. – 1997. – № 1. – С.13-17.
 50. Еременко А. Российский банк между кредитом и инвестициями // Финансист. – 1996. – № 27 (167). – С.14-18.
 51. Єпіфанов А. О., Сало І. В., Д'яконова І.І. Бюджет і фінансова політика України. – К.: Наукова думка, 1997. – 301 с.
 52. Єрмакович В. Вирішення проблеми безнадійних боргів // Вісник Національного банку України. – 1997. – № 4. – С.21-25.
 53. Жуков Е.Ф. Менеджмент и маркетинг в банках. Учебное пособие для вузов. – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997. – 191 с.
 54. Журавка Ф.А., Русаненко И.С. Золотые и валютные оговорки как метод хеджирования валютных рисков во внешней торговле // Вісник Української академії банківської справи. – 2000. – №2. – С. 67-70.
 55. Журавка Ф.О. Форвардні угоди та їх використання на валютному ринку



- України // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Збірник наукових праць. – Суми: Ініціатива, 1999. – С.162-165.
56. Журавка Ф.О. Операції "а-форфе" як один із методів страхування валютних ризиків // Вісник Української академії банківської справи. – №4. – 1998. – С.37-40.
57. Журавка Ф.О., Русаненко І.С. Прогнозування валютного курсу як один з інструментів хеджування валютного ризику // Фінанси України. – 2000 – №9. – С.49-59.
58. Журавка Ф.О., Русаненко І.С. Оцінка доцільності хеджування валютного ризику // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Збірник наукових праць. – Суми: Ініціатива, 2000. – С.123-128.
59. Журавка Ф.О. Проблеми становлення ринку валютних ф'ючерсів на Україні // Фінанси України. Матеріали Другої міжнародної науково-практичної конференції. – Дніпропетровськ: Дніпропетровський держ.ун-т, 1998 р. – С.15-16.
60. Загородній А.Г., Вознюк Г.Л., Смовженко Т.С. Фінансовий словник. – 3-є вид., випр. та доп. – К.: Знання, КОО, 2000 – 587 с.
61. Заруба О. Д. Банківський менеджмент та аудит. – К.: Видавництво «Лібра» ТОВ, 1996. – 224 с.
62. Заруба О. Д. Фінансовий менеджмент у банках: Навчальний посібник. – Товариство «Знання», КОО, 1997. – 172 с.
63. Захаров В. С. Регулирование деятельности коммерческих банков России и их ликвидность // Деньги и кредит. – 1996. – № 9. – С.28-33.
64. Иванов В.В. Анализ надежности банка: Практик. пособие. – М.: Русская деловая литература, 1996. – 320 с.
65. Иванов Л.Н., Иванов А.Л. Оценка банковской деятельности по материалам бухгалтерской отчетности // Бухгалтерия и банки. – 1996. – № 1. – С.18-24.
66. Иванов Л.Н., Иванов А.Л. Совершенствование бухгалтерской



- информации для экспресс-анализа банковской деятельности // Бухгалтерия и банки. – 1996. – № 3. – С.32-35.
67. Иванова Н.Ю. Инструменты регулирования ликвидности банковской системы // Деньги и кредит. – 1996. – № 11. – С.44-49.
68. Исаев Д.В. Резерв на возможные потери по ссудам как инструмент управления кредитными рисками // Деньги и кредит. – 1996. – № 10. – С.15-19.
69. Исаичева А. В. К определению ликвидности коммерческого банка // Деньги и кредит. – 1997. – № 2. – С.26-32.
70. Казимагомедов А. А. Защита и страхование банковских депозитов в странах Западной Европы // Банковское дело. – 1996. – № 8. – С.14-19.
71. Казимагомедов А.А. Защита и страхование банковских депозитов в странах Восточной Европы // Банковское дело. – 1996. – № 9. – С. 22-26.
72. Калина А.В., Корнеев В.В., Кошечев А.А. Рынок ценных бумаг: Теория и практика: Учебн. пособ. – 2-е изд. – К.: МАУП, 1999. – 256 с.
73. Кирилук С. Валютні операції в комерційних банках // Банківська справа. – 1998. – №1. – С.16-22.
74. Ковальчук М. М., Коваль М. М. Ликвідність комерційних банків. Навчальний посібник. – К.: Знання, КОО, 1996. – 120 с.
75. Козлов А.А. О регулировании деятельности банков на финансовом рынке // Деньги и кредит. – 1996. – № 11. – С.21-27.
76. Колб Роберт У. Финансовые деривативы. – М.: Филинь, 1997. – 359 с.
77. Колб Роберт У. Что такое фьючерсные рынки. – Miami: Kolb Publishing Company, 1994.
78. Комісаров Є. Ф'ючерсні контракти на банківський депозит і кредитну ставку // Вісник Національного банку України. – 1998. – № 5. – С.49-50.
79. Концепция функционирования и развития фондового рынка в Украине // Деловая Украина. – 1994. – № 53. – С.4.
80. Костіна Н.І., Алексєєв А.А., Василик О.Д. Фінансове прогнозування:



- методи та моделі: Навчальний посібник. – К.: Товариство “Знання”, КОО, 1997. – 183 с.
81. Кристофер А. Блумфилд. Как взять кредит в банке. – М.: «ИНФРА-XX», 1996. – 144 с.
82. Кротюк В., Іоффе А. Валютний контроль та його правова регламентація в Україні // Вісник Національного банку України. – 1997. – № 11. – С.10-13.
83. Круль О.Я. Шляхи забезпечення стабільного розвитку валютно-курсової політики в Україні // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. – Суми: Ініціатива – Українська академія банківської справи, 1998. – С.92-97.
84. Круль О.Я. Проблеми вибору режиму курсоутворення в умовах становлення ринкової економіки // Вісник Національного банку України. – 1998. – № 11. – С.14-18.
85. Линдерт П.Х. Экономика мирохозяйственных связей. – М.: Прогресс, 1992. – 520 с.
86. Лисовский А.В. Особенности проведения валютных операций на Лондонском рынке. – М.: Финансовая Академия при Правительстве Российской Федерации, 1997. – 76 с.
87. Лэттер Т. Выбор режима валютного курса. – Лондон: Центр по Изучению Деятельности Центральных Банков Англии, 1996. – 33 с.
88. Лях О.І. Інвестування через кредитні банки // Фінанси України. – 1996. – № 7. – С.34-39.
89. Макарець В. До питання про стратегію діяльності комерційного банку // Банківська справа. – 1996. – № 1. – С.40.
90. Макконелл К.Р., Брю С.Л. Экономикс: Принципы, проблемы и политика: Пер. с англ. – К.: ХаГар, 1998. – 785 с.
91. Маршалл Джон Ф. и Кэпнер К. Р. Рынок операций своп. – Miami: Kolb Publishing Company, 1993.



92. Маршал Джон Ф, Викул К. Бансал Финансовая инженерия. – М.: Инфра-М, 1998. – 783 с.
93. Масленченков Ю. Мониторинг финансового состояния банка // Финансист. – 1996. – № 24. – С.15-20.
94. Матвієнко В. Потужні банки – міцна держава // Банківська справа. – 1996. – № 6. – С.2-8.
95. Меджибовська Н.С. Удосконалення методів прийняття управлінських рішень у банках // Фінанси України. – 1997. – № 3. – С.71-73.
96. Межбанковский кредит: дилинговые операции на рынке «коротких денег». – М.: «ПРИНТЛАЙН», 1995. – 208 с.
97. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. – М.: Финансы и статистика, 1994. – 592 с.
98. Милюков А. Как укрепить ликвидность банков. // Бюллетень финансовой информации 1996. – № 8 (15). – С.15-19.
99. Мимальченко Ю.В., Кролли Л. О. Риски в международной банковской деятельности // Бухгалтерия и банки. – 1996. – № 3. – С.32-36.
100. Мирун Н.И., Герасимович А.М. Банковское обслуживание предприятий и населения. К.: Национальная академия управления, 1996. – 278 с.
101. Михайличенко С. Лібералізація валютного ринку України // Вісник Національного банку України. – 1999. – №5. – С.18-22.
102. Михайличенко С. Проблеми та перспективи розвитку валютно-курсової політики в Україні // Вісник Національного банку України. – 1999. – №2. – С.10-15.
103. Міжнародні стандарти бухгалтерського обліку: Пер. з англ. / За ред. С. Голова. – К.: Федерація професійних бухгалтерів та аудиторів України, 1998. – 736 с.
104. Міщенко В.І., Науменкова С.В. Валютне регулювання. – Суми: Слобожанщина, 1995. – 52 с.
105. Міщенко В.І., Науменкова С.В. Організація ф'ючерсного валютного



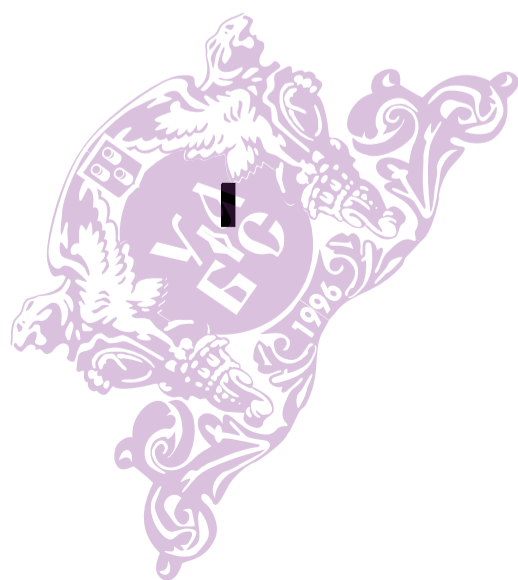
- ринку // Фінанси України. – 1998. – № 10. – С.60-69.
106. Моделирование рынка при тестировании банковских продуктов // Финансист 1996. – № 25 (166). – С.19-24.
107. Мороз А.Н. Финансовая устойчивость коммерческого банка. – К.: КГЭУ, 1996. – 56 с.
108. Мусієнко Т. Особливості валютного регулювання в Україні // Вісник Національного банку України. – 1999. – № 5. – С.22-25.
109. Мусієнко Т. Проблеми курсоутворення в Україні // Вісник Національного банку України. – 1999. – № 1. – С.10-13.
110. Мэнкью Г. Макроэкономика. – М.: Изд-во МГУ, 1994. – 732 с.
111. Наговицин А.Г., Иванов В.В. Валютный курс. Факторы. Динамика. Прогнозирование. – М.: ИНФРА-М, 1995. – 176 с.
112. Наконечный А., Селиверстов И. Модели финансовых рынков // Финансовые риски. – 1998. – № 6. – С.18-24.
113. Науменкова С.В. Проблемы сбалансированности денежного рынка Украины. – К.: Наукова думка, 1997. – 55 с.
114. Науменкова С.В., Андреев А.В., Журавка Ф.О. Фінансовий ринок та інвестиції. Збірник тестових вправ і завдань. – К. Товариство “Знання”, КОО, 2000. – 214 с.
115. Немецкий федеральный банк. Денежно-политические задачи и инструменты. /Специальные издания Немецкого Федерального банка : 6-е изд. – 1993. – 177 с.
116. Нестерова Т.Н. Банковские операции. Часть 4. Банковское обслуживание. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 96 с.
117. Нидеккер Г. Л., Страточников И. В., Суслов С. В. Анализ эффективности валютно-обменных операций банка. – М.: Русская деловая литература, 1996. – 256 с.
118. Носкова И.Я. Международные валютно-кредитные отношения. – М.: ЮНИТИ, 1995. – 208 с.



119. Носкова И.Я. Финансовые и валютные операции. – М.: ЮНИТИ, 1996. – 175 с.
120. Общая теория денег и кредита. – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1995. – 304 с.
121. Основы банковского дела / Под. Ред. Мороза А.Н. – К.: ЛБРА, 1994. – 330 с.
122. Основы банковского менеджмента. – М.: ИНФРА-М, 1995. – 140 с.
123. Панова Г.С. Анализ финансового состояния коммерческого банка. – М.: Финансы и статистика, 1996. – 272 с.
124. Пашков А.Н. Оценка качества кредитного портфеля // Бухгалтерия и банки. – 1996. – № 3. – С.19-23.
125. Пембро М. Международные экономические, валютные и финансовые отношения. – М.: Прогресс, Универс, 1994. – 496 с.
126. Пискулов Д.Ю. Теория и практика валютного дилинга. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 224 с.
127. Полфред Д. Основы банковского дела. – М., 1996. – 418 с.
128. Порядок роботи з портфелями фінансових інструментів у вільно конвертованій валюті у Національному банку України. Затверджений постановою Правління Національного банку України 09.09.1997, № 297. – К.: НБУ, 1997. – 11 с.
129. План рахунків бухгалтерського обліку активів, капіталу, зобов'язань і господарських операцій підприємств і організацій // Бухгалтерський облік і аудит. – 2000. – № 1. – С.3-13.
130. Положення про вимоги до стандартної (типової) форми деривативів: Постанова Кабінету Міністрів України № 632 від 19.05.99 // Законодавчі і нормативні акти з банківської діяльності. – 1999. – № 6. – С.15-17.
131. Правила використання готівкової іноземної валюти на території України. Затверджені постановою Правління Національного банку України 26.03.98, № 119. – К., 1998. – 16 с.



132. Правила випуску та обігу валютних деривативів: Затв. постановою Правління НБУ № 216 від 07.07.97.
133. Правила здійснення операцій на міжбанківському валютному ринку України. Затверджені постановою Правління Національного банку України 15.04.98, №150. – К., 1998. – 5 с.
134. Правила проведення торгів у секції термінового ринку Української міжбанківської валютної біржі. – К., 1997. – 48 с.
135. Правила торгів фьючерсними контрактами на Київській універсальній біржі. – К.: КУБ, 1996. – 22 с.
136. Правила членства у секції термінового ринку Української міжбанківської валютної біржі. – К., 1997. – 18 с.
137. Про банки і банківську діяльність: Закон України №872-ХІІ від 20.03.1991 р.
138. Про оподаткування прибутку підприємств: Закон України від 22.05.97.
139. Про цінні папери та фондову біржу: Закон України від 18.06.91.
140. Про систему валютного регулювання і валютного контролю: Декрет Кабінету Міністрів України №15-93 від 19.02.1993 р.
141. Рассказов Е.А. Управление ресурсами банка. – М.: Финансы и статистика, 1996. – 96 с.
142. Российские банки в начале финансовой стабилизации // Финансист. – 1996. – № 26. – С.28-34.
143. Роуз Питер С. Банковский менеджмент. – М.: Дело ЛТД, 1995. – 768 с.
144. Рэдхед К., Хьюс С. Управление финансовыми рисками. – М.: ИНФРА-М., 1996. – 288 с.
145. Сало І.В. Фінансово-кредитна система України та перспективи її розвитку. – К.: Наукова думка, 1995. – 178 с.
146. Салыч Г.А. Опционные, фьючерсные и форвардные контракты: Сверхприбыльные инвестиции в период инфляции. – М.: МГУ, 1994. – 160 с.



147. Севрук В.Т. Банковские риски. – М.: «Дело ЛТД», 1995. – 72 с.
148. Семенкова Е.В. Управление финансовыми потоками на основе оптимизации соотношения «риск-доход» // Банковские услуги. – 1997. – № 1. – С.13-16.
149. Сенищ П.М. Організація роботи з валютними ф'ючерсами на Українській міжбанківській валютній біржі. – Суми: УАБС, 1998. – 33 с.
150. Синки Дж. мл. Управление финансами в коммерческих банках. – М.: Catallaxy, 1994. – 820 с.
151. Сиротина И.А. Кредит под залог: Техника получения. – М.: Приор, 1995. – 80 с.
152. Смит С. У., Смитсон С. У. и Уилфорд Д. С. Управление финансовым риском. – New York: Harper & Row, Ballinger Division, 1990.
153. Солнцев О. Проблемы денежного оборота и банковской системы // Финансовые рынки. – 1997. – № 2. – С.72-78.
154. Сохацька О.М. Ф'ючерсні ринки: Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні,. – Тернопіль: Економічна думка, 1999. – 408 с.
155. Стратегия развития коммерческого банка. / Под ред. А.С. Маршаловой, Н.А. Кравченко. – Новосибирск: ЭКОР, 1996. – 288 с.
156. Сугоняко О.А. Репутація кожного банку формує імідж всієї банківської системи // Фінанси України. – 1996. – № 7. – С.26-33.
157. Сухов М. И. Некоторые аспекты обеспечения устойчивости банковского сектора // Деньги и кредит. – 1996. – № 11. – С.29-34.
158. Тагирбеков К.Р. Опыт развития технологии управления коммерческим банком. – М.: Финансы и статистика, 1996. – 64 с.
159. Темников В.Ф. Некоторые проблемы организации управления коммерческим банком // Банковское дело, – 1996. – № 5. – С.15-21.
160. Терехов А.П., Поклонский А.А. Привлечение денежных ресурсов под вексель – альтернатива привлечения на рынке межбанковских кредитов // Банковское дело. – 1996. – № 5. – С.28-32.



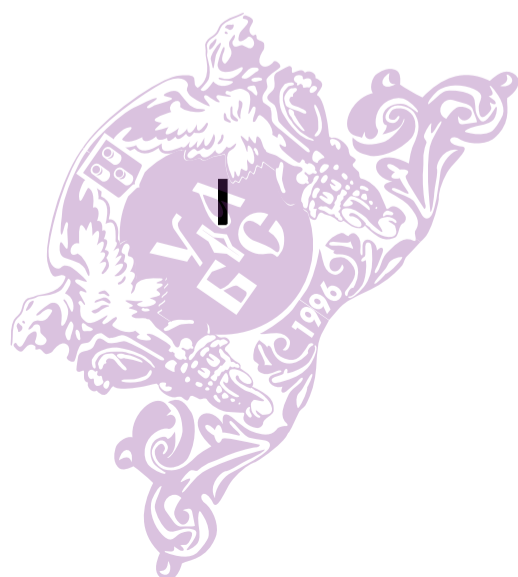
161. Тосунян Г.А. Финансовые услуги для частных лиц // Банковские услуги. – 1996. – № 10. – С.14-20.
162. Трифонов А.Н. Организация текущего управления ликвидностью коммерческого банка // Банковское дело. – 1996. – № 1. – С.28-32.
163. Узлюк Т.А. Державне регулювання валютної системи в Україні // Фінанси України. – 1999. – № 8. – С.114-120.
164. Усоскин В. М. Современный коммерческий банк: управление и операции. – М.: «ВСЕ ДЛЯ ВАС», 1993. – 328 с.
165. Уткин Э.А. Банковский маркетинг. – М.: ИНФРА-М, 1995. – 300 с.
166. Фельдман А.Б. Основы рынка производных ценных бумаг. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 96 с.
167. Финансовые инвестиции и риск. – К.: Торгово-издательское бюро ВНУ, 1995. – 592 с.
168. Финансовые фьючерсы // Под ред. М.В. Кузнецова. – М.: МГУ, 1993. – 120 с.
169. Финансы капитализма / Под ред. В. Бондарева. – М., 1990. – 313 с.
170. Хикс Дж. Р. Стоимость и капитал. – М.: Прогресс, 1988. – 480 с.
171. Цимбал М.А. Валютні ризики та їх мінімізація // Фінанси України. – 1998. – № 10. – С.70-73.
172. Челноков В.А. Банки: Букварь кредитования. Технология банковских ссуд. Околобанковское рыночное пространство. – М.: АОЗТ «Антидор», 1996. – 368 с.
173. Черевко Г.В. Стабілізація економіки і банки: досвід ФРН // Фінанси України. – 1996. – № 7. – С.40-47.
174. Черкасов В.Е. Финансовый анализ в коммерческом банке. – М.: ИНФРА-М, 1995. – 272 с.
175. Черкасов В.Е., Плотичина Л.А. Банковские операции: маркетинг, анализ, расчеты: Учебно-практическое пособие. – М.: Метаинформ, 1995. – 208 с.



176. Чиненков А.В. Взаимоотношения банка и клиента в области расчетов // Бухгалтерия и банки. – 1996. – № 1. – С.28-33.
177. Шаров О. Деякі уроки валютної кризи // Вісник Національного банку України. – 1999. – № 1. – С.8-10.
178. Шварц Ф. Биржевая деятельность Запада: Фьючерсные и фондовые биржи, система работы и алгоритмы анализа: Пер. с англ. – М.: Ай Кью, 1992. – 172 с.
179. Шекаев В.Н., Ирнязов Б.С. Проектное кредитование. – М.: Издательство АО «Консалтбанк», 1996. – 120 с.
180. Шульга Н.П., Гаманкова О.А., Ковганич Й.Н. Оценка кредитоспособности клиента. - К.: Институт банкиров банка «Украина», 1995. – 59 с.
181. Шумская Т. Б. К вопросу о методологии оценки финансового состояния банков в Российской Федерации // Бухгалтерия и банки. – 1997. – №1. – С.33-38.
182. Щибиволок З. І. Організація ощадного бізнесу в Україні // Фінанси України. – 1996. – № 9. – С.71-82.
183. Юденков Ю.Н. Экспресс-анализ банковского баланса // Бухгалтерия и банки. – 1996. – № 1. – С.18-21.
184. Юровский Б. Деривативы – взгляд в будущее // Бухгалтерия. Налоги. Бизнес. – 1999. – № 19. – С.32-33.
185. Ющенко В., Лисицький В. Курсоутворення в Україні та уроки інших країн із перехідною економікою // Вісник Національного банку України. – 1997. – № 7. – С.2-8.
186. Ющенко В., Лисицький В. Гроші: розвиток попиту та пропозиції в Україні. – К.: Скарби, 1998. – 288 с.
187. Ющенко В.А., Міщенко В.І. Валютне регулювання. – К.: Товариство “Знання”, КОО, 1999. – 359 с.
188. Ющенко В.А., Міщенко В.І. Управління валютними ризиками. – К.:



- Товариство “Знання”, КОО, 1998. – 444 с.
189. Ястремський О.І. Моделювання економічного ризику. – К.: Либідь, 1992. – 176 с.
190. Barth, Richard, and Chorng-Huey Wong (eds.). Approaches to Exchange Rate Policy. – International Monetary Fund, Washington, 1994.
191. Baxter, Marianne, and Alan C. Stockman. Business Cycles and the Exchange Rate System: Some Internal Evidence. – National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, 1988.
192. Crockett, Andrew, and Morris Goldstein. Inflation Under Fixed and Flexible Exchange Rates // Staff Papers, International Monetary Fund. – 1976. – Vol. 23.
193. Frenkel, Jacob, Morris Goldstein, and Paul Masson. Characteristics of a Successful Exchange Rate System // Occasional Paper, Washington, International Monetary Fund. – 1991. – Vol. 82.
194. Friedman, Milton. The Case For Flexible Exchange Rates, in Essays in Positive Economics. – Chicago, University of Chicago Press, 1953.
195. Ghosh, Atish, Anne-Marie Gulde, Jonathan Ostry, and Holger Wolf. Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter? // IMF Working Paper. – 1995. – Vol. 121.
196. Ghosh, Atish, Anne-Marie Gulde, Jonathan Ostry, and Holger Wolf. Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth? // Economic Issue. – 1997. – Vol. 2.
197. Guitiën, Manuel. The Choice of an Exchange Rate Regime, in Approaches to Exchange Rate Policy. Edited by Richard Barth and Chorng-Huey Wong. – International Monetary Fund, Washington, 1994.
198. Krugman, Paul. Exchange Rate Instability. – MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1989.
199. Mussa, Michael. Nominal Exchange Rate Regimes and the Behavior of Real Exchange Rates, Evidence and Implications, in Real Business Cycles, Real



- Exchange Rates, and Actual Policies. Edited by Karl Brunner and Alan Meltzer. – North-Holland, Amsterdam, 1986.
200. Nurkse, Ragnar. International Currency Experience. – League of Nations, Geneva, 1944.
201. Obstfeld, Maurice. Floating Exchange Rates: Experience and Prospects // Brookings Papers on Economic Activity. – 1985. – Vol. 2.
202. Quirk, Peter. Fixed or Floating Exchange Regimes: Does It Matter For Inflation? // IMF Working Paper. – 1994. – Vol. 134.
203. The Choice of Exchange Rate Regime for a Smaller Economy: A Survey of Some Key Issues, in Choosing an Exchange Rate Regime. Edited by Victor Argy and Paul De Grauwe. – International Monetary Fund, Washington, 1990.
204. Williamson, John. A Survey of the Literature on the Optimal Peg // Journal of Development Economics. – 1982. – Vol. 2.



Додаток А

Класифікація похідних фінансових інструментів



Додаток Б

Порівняльна характеристика фінансових деривативів

Характеристика	Форвард	Ф'ючерс	Опціон		Своп-контракт
			Позабіржова	Біржова	
Форма торгівлі	Позабіржова	Біржова	Позабіржова	Біржова	Позабіржова
Сума контракту	Будь-яка	Стандартна	Будь-яка	Стандартна	Значна (понад USD 5 млн.)
Типові строки дії	Будь-які (3-24 місяці)	Стандартні (на базі квартального циклу)	Будь-які	Стандартні	Будь-які (1-10 років)
Можливість дострокового виходу з контракту	Не існує	Існує	Існує	Існує	Не існує
Доступність	Не є загальнодоступними	Рівний доступ	Рівний доступ	Рівний доступ	Загальнодоступні у разі прийнятного рейтингу
Додаткові вимоги	Кредитні лінії	Гарантійні депозити	Не застосовуються	Гарантійні депозити	Гарантії
Розрахунки	На дату закінчення контракту	Щодня	На дату закінчення контракту або протягом зафіксованого періоду	Щодня	Періодично, у зафіксовані дати
Зидатки	Комісійні не стягуються	Біржові, брокерські, комісійні платежі	Опціонна премія (3-5 % від вартості контракту)	Опціонна премія	Комісійні, близько 1% від вартості контракту
Ліквідність	Низька або відсутня	Висока	Середня	Висока	Низька або відсутня
Ризик зриву поставки	Існує	Не існує	Не існує	Не існує	Існує



Додаток В

Приклад інформації про вартість 3-х місячних ф'ючерсних контрактів CHF/USA на LIFFE за даними "Financial Times"

	Open	Settle price	Change	High	Low	Est. vol	Open interest
Dec	98,470	98,550	+0,080	98,570	98,460	21286	93743
Mar	98,490	98,590	+0,100	98,600	98,480	13313	47657
Jun	98,450	98,550	+0,100	98,570	98,440	7691	25283
Sep	98,370	98,480	+0,110	98,490	98,360	2736	16257

Приклад інформації про вартість опціонів на англійські фунти за долари США на Philadelphia SE за даними "Financial Times"

Strike Price	CALLS			PUTS		
	Oct	Nov	Dec	Oct	Nov	Dec
1,690	1,68	2,32	2,68	1,01	1,98	2,65
1,700	1,06	1,91	2,21	1,50	2,51	3,07
1,710	0,77	1,50	1,90	2,11	3,04	3,66





Додаток Д

Приклад інформації про валютні курси "долар-спот, долар-форвард"
за даними "Financial Times"

Oct 2	Closing mid-point	Change on day	Bid/offer spread	Day's mid		One month		Three months		One year		J.P Morgan index	
				high	low	Rate	%PA	Rate	%PA	Rate	%PA	%PA	index
SDR†	0,72475	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Americas													
Argentina (Peso)	0,9994	-0,0005	994 - 994	0,9994	0,9994	-	-	-	-	-	-	-	-
Brazil (R\$)	1,1835	+0,0022	832 - 838	1,1840	1,1820	-	-	-	-	-	-	-	-
Canada (C\$)	1,5513	+0,0185	508 - 518	1,5573	1,5460	1,5514	-0,1	1,5515	-0,1	1,5525	-0,1	76,7	-
Mexico (New Peso)	10,3000	-0,0125	900 - 100	10,3300	10,280	10,59	-33,8	11,19	-34,6	13,7	-33,0	-	-
USA (\$)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	110,4
Pacific/Middle East/Africa													
Australia (A\$)	1,6780	+0,002	773 - 787	1,6920	1,6694	1,6772	0,6	1,6746	0,8	1,6639	0,8	77,8	-
India (R\$)	42,4028	-	000 - 055	42,5000	42,4000	42,8328	-12,2	43,6528	-11,8	46,8978	-10,6	-	-
Indonesia (Rupiah)	10850,00	+50	000 - 000	10975,00	10700,00	11325	-52,5	12225	-50,7	15500	-42,9	-	-
Israel (Shk)	3,9425	+0,0705	338 - 512	3,9567	3,8702	-	-	-	-	-	-	-	-
Japan (Y)	134,700	-0,9	650 - 750	135,850	133,100	134,105	5,3	132,935	5,2	128,54	4,6	112,4	-
New Zealand (NZ\$)	1,9978	+0,0099	964 - 992	2,0004	1,9841	2,0009	-1,9	2,0063	-1,7	2,0251	-1,4	-	-
Philippines (Peso)	43,9000	-0,125	000 - 000	44,1000	43,7000	44,2545	-9,7	44,9535	-9,6	48,437	-10,3	-	-
Saudi Arabia (SR)	3,7508	-0,0001	506 - 510	3,7519	3,7509	3,755	-1,3	3,7623	-1,2	3,7948	-1,2	-	-
Singapore (S\$)	1,6840	-0,0045	830 - 850	1,6975	1,6810	1,6833	0,5	1,6806	0,8	1,6763	0,5	-	-
Thailand (Bt)	39,5000	-0,115	000 - 000	39,7000	39,3000	39,6	-3,0	40	-1,5	41,75	-5,7	-	-

† SDR rate \$ for OCT 1. Bid/offer spreads in the Dollar Spot table show only the last three decimal places. UK, Ireland & ECU are quoted in US currency. J.P. Morgan nominal indices

Oct 1: Base average 1990=100. Bid, offer, mid spot rates and forward rates in both this and the Dollar table are derived from THE WM/REUTERS CLOSING SPOT and FORWARD RATE services. Some values are rounded to the F.T.

The exchange rates printed in this table are also available on the internet at <http://www.FT.com>