

О. Булкот, канд. экон. наук, ассист.  
КНУ имени Тараса Шевченко, Киев

### ВАЛЮТНАЯ МУЛЬТИПОЛЯРНОСТЬ В СИСТЕМЕ ГЛОБАЛЬНЫХ ФИНАНСОВ

*Рассмотрены ключевые детерминанты, определяющие развитие международного статуса валюты. Выделены главные тенденции формирования валютного компонента международных резервов стран. Проанализированы параметры главных международных резервных валют, проведен их компаративный анализ. Исследованы современные тенденции развития системы глобальных финансов и мировой валютной системы в частности.*

*Ключевые слова: валютная мультиполярность, резервная валюта, система глобальных финансов, международный статус валюты.*

O. Bulkot, PhD in Economics, Assistant  
Taras Shevchenko National University of Kyiv, Kyiv

### CURRENCY MULTIPOLARITY IN THE SYSTEM OF GLOBAL FINANCE

*The key determinants for defining and development of international position of currency are given. The main tendencies of composition of international reserves by currency component are determined. The parameters of main international reserve currencies are comparatively analyzed. The key modern tendencies in evolution of the system of global finance and the international monetary system in particular are examined.*

*Keywords: currency multipolarity, reserve currency, system of global finance, international role of currency.*

УДК 339.72  
JEL F34

Н. Версаль, канд. экон. наук, доц.  
КНУ імені Тараса Шевченка, Київ

### МІЖНАРОДНИЙ РИНОК ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ: СПЕЦИФІКА ФУНКЦІОНУВАННЯ

*Розкрито специфіку функціонування міжнародного ринку державних цінних паперів впродовж 1993 – 2012 рр.: основними його гравцями є розвинені країни (країни Західної Європи, Канада, США) з посиленням ролі країн, що розвиваються; негативний вплив боргових криз не тільки на розвиток міжнародного ринку державних цінних паперів, але й міжнародного ринку капіталів загалом; боргові кризи не є спонтанним явищем, і, як правило, обумовлюються неадекватним зростанням ВВП нарощенням державного боргу.*

*Ключові слова: міжнародний ринок капіталів, міжнародний ринок державних цінних паперів, державні цінні папери, боргова криза.*

**Постановка проблеми.** Міжнародний ринок боргових цінних паперів може бути використаний урядами країн для залучення коштів, як правило, з наступними цілями: покриття різниці між видатками та доходами країни; рефінансування державного боргу; залучення капіталу для великих проектів, в яких держава бере участь.

Міжнародний ринок державних цінних паперів (МРДЦП) має низку характеристик, які у сукупності дозволяють визначити його основні відмінні риси від міжнародного ринку корпоративних боргових цінних паперів, а саме: мінімальний кредитний ризик і відповідно висока надійність; ліквідність і можливості інвестування в різні за строками цінні папери; розвинений ринок.

Звичайно, що ці характеристики притаманні не всім державним цінним паперам, оскільки все залежить від країни – емітента, або кредитоспроможності країни – емітента. Поєднання вищевказаних характеристик дозволяє міжнародному ринку державних цінних паперів грати специфічні ролі в економіці, зокрема на думку Метьюсона Д. та Шіназі Г. варто виокремити наступні [7]: МРДЦП є джерелом індикативних процентних ставок та формування цін на міжнародному ринку боргових цінних паперів, продукує ефективні інструменти хеджування ризику процентних ставок за корпоративними облігаціями, дозволяє регулювати ліквідність ринку, пропонує інструменти для інвестування та хеджування процентних ставок, продукує "майже гроші". Саме тому є необхідність детально проаналізувати сучасну ситуацію на міжнародному ринку державних цінних паперів, оскільки останнім часом він є визначальним показником економічного розвитку країн.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Детальна характеристика державних цінних паперів, які можуть обернутися на міжнародному ринку цінних паперів, подана в роботі Базиловича В.Д., Шелудько В.М. [2]. Розкриття специфіки розвитку міжнародного ринку облі-

гацій подано в роботах Бенці Р., Роуза П., Маркіса М. та інших [3, 4, 5, 6, 10, 11]. Детальна характеристика саме особливостей міжнародного ринку державних цінних паперів в контексті його сутнісних характеристик подана в роботі Метьюсона Д. та Шіназі Г. [7].

**Невирішені раніше частини загальної проблеми.** Зважаючи на результати попередніх досліджень, вважаємо за необхідне подати аналітичний зріз ситуації на міжнародному ринку державних цінних паперів впродовж 1993 – 2012 рр., попередньо розкривши на базі дослідження Метьюсона Д. та Шіназі Г. [7] його основні сутнісні характеристики.

**Метою статті** є з'ясування специфіки функціонування міжнародного ринку державних цінних паперів впродовж 1993 – 2012 рр., а також визначення причин розвитку боргових криз в окремих країнах світу.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Основними сутнісними характеристиками міжнародного ринку державних цінних паперів за Метьюсоном Д., Шіназі Г., Роуза П., Маркіса М. є [7, 11]:

По-перше, МРДЦП є джерелом індикативних процентних ставок та формування цін на міжнародному ринку боргових цінних паперів. Криві прибутковості за державними борговими інструментами досить часто є орієнтирами для формування цін за корпоративними борговими цінними паперами. Це пояснюється як тим, що ДЦП активно торгуються, так і тим, що вони мають низький рівень дефолту. Ключові процентні ставки є найбільш корисними, коли вони дозволяють інвесторам чітко відрізнити коливання премій за кредитний ризик від коливань відсоткових ставок.

По-друге, МРДЦП продукує ефективні інструменти хеджування ризику процентних ставок за корпоративними облігаціями. Як фінансові посередники, так і нефінансові компанії мають попит на державні цінні папери для хеджування ризиків вкладень в цінні папери з

фіксованим доходом, в першу чергу процентного ризику і ризику розривів у термінах погашення. Учасники на первинному ринку, включаючи дилерів цінних паперів, часто продають короткострокові державні цінні папери, щоб знизити ризик втрат з цінних паперів при підвищенні процентних ставок або при зниженні цін на облігації. Учасники міжнародного ринку цінних паперів часто купують і продають державні цінні папери для управління портфельними ризиками.

Однак, іноді можливі й інші варіанти розвитку подій. Так, величезні втрати виникли у трейдерів боргових цінних паперів, які намагалися застрахуватися з використанням державних цінних паперів під час колапсу Long-Term Capital Management (LTCM) восени 1998 р. Основна ідея функціонування фонду: виявлення паперів, неправильно оцінених щодо інших цінних паперів. Довгі позиції трималися за недооціненими, короткі – за переоціненими цінними паперами. Основні напрямки в стратегії: конвергенція між суверенними облігаціями емітентів США, Японії та Європейських країн; конвергенція між суверенними облігаціями емітентів Європейських країн; конвергенція між *on-the-run* (нещодавно випущеними) and *off-the-run* (давньо випущеними) державними облігаціями США. Фонд мав позиції на різноманітних ринках: датські заставні, американські казначейські облігації, російські державні казначейські облігації, американські акції, заставні облігації, латиноамериканські облігації, англійські облігації й американські свопи. LTCM прагнув, щоб волатильність активів фонду була близько 20% щодо річної середньої вартості активів і в середньому становила 11,5%. Фонд почав торгувати в лютому 1994 р., а вже в 1995 р. інвестори заробили 43%, а в 1996 р. – 41%. За підсумками трьох років (кінець 1997 р.) прибуток склав близько 40%. Однак, 17 серпня 1998 р. Росія оголосила дефолт по внутрішньому боргу. З цього моменту почався період драматичних ринкових подій, які призвели фонд до величезних збитків. Вже 21 серпня 1998 р. його збитки склали 551 млн. дол. США, здебільшого по позиціях, які не мали жодного відношення до Росії, але ефект від її дефолту не безпосередньо вплинув на їх результат. Збиток до 21 серпня був більшим, ніж 10-тикратна денна волатильність активів фонду. Комп'ютерні таблиці розраховували нульову ймовірність такої події, якщо виходити з нормального розподілу ймовірностей [8, 9].

На початку вересня 1998 р. інвестори фонду побачили, що їхні інвестиції скоротилися наполовину від рівня січня, і фонд стрімко втрачав капітал. Зустрівшись 23 вересня 1998 під заступництвом Федерального резервного банку Нью-Йорка, глави 14 провідних банків та інвестиційних компаній вирішили інвестувати до фонду LTCM 3,65 млрд. дол. США. У жовтні 1999 р. фонд був розформований [8, 9].

По-третє, МРДЦП дозволяє регулювати ліквідність ринку. Угоди з державними цінними паперами на грошовому ринку та на ринку репо-угод використовуються для управління ліквідністю як інституційними, так й індивідуальними інвесторами. Оскільки операції репо забезпечені, фінансування на ринку репо відбувається за нижчими ставками, ніж за беззаставними кредитами.

По-четверте, МРДЦП пропонує інструменти для інвестування та хеджування процентних ставок. Мінімальний кредитний ризик і порівняно низький ринковий ризик інвестування в державні цінні папери перетворюють їх на відносно безпечні довгострокові інвестиції для пенсійних фондів, страхових компаній та інших інституціональних інвесторів. Крім того, законодавчо встановлені на національному рівні інвестиційні обмеження створюють стимул для інституційних інвесторів вкладати кошти в облі-

гації з низькими кредитними ризиками та тривалими строками погашення, тобто в державні цінні папери.

Спекулянти та арбітражери також використовують ринки державних цінних паперів для прийняття позицій на рівні процентних ставок. Однією з причин цього є те, що можна швидко і дешево відкривати і закривати позиції в ліквідних державних цінних паперах, в т.ч. використовувати ринки репо.

По-п'яте, МРДЦП продукує "майже гроші". Державні цінні папери є фактично заміниками валюти країни-емітента. В короткостроковому періоді державні цінні папери мають низький ринковий ризик і, таким чином, є надійним засобом збереження вартості. Як результат, державні цінні папери можуть бути якісним видом застави, особливо в угодах з підтримки ліквідності. Державні цінні папери провідних країн світу дають впевненість у збереженні коштів, особливо казначейські цінні папери США, державні цінні папери Німеччини та державні цінні папери інших стабільних країн Європи, державні цінні папери Японії.

Що ж до активності країн на МРДЦП, то варто відзначити наступні особливості впродовж останніх десятиліть:

1) Основними гравцями на цьому ринку, особливо на стадії його формування, були країни Європи та Канада. Частка випуску державних боргових цінних паперів урядів цих країн складала станом на грудень 1993 р. понад 65%. І основними країнами – позичальниками були Канада, Швеція, Італія, Фінляндія, Австрія, Данія, Велика Британія. Німеччина та Франція стали активними учасниками МРДЦП лише згодом – у 1998 – 1999 р. США ніколи не домінували на цьому ринку та посідали дуже низькі позиції: їх запозичення досі не перевищували 5 млрд. дол. США.

2) Частка розвинутих країн традиційно є домінуючою на цьому ринку, хоча, звичайно, за останні 20 років вона значно знизилася. Якщо у грудні 1993 р. вона становила 74,85%, то у грудні 2012 р. лише 54,91%. Водночас, не можна сказати, що існує стала тенденція до її зниження. Так, дійсно починаючи з грудня 1993 р. до березня 2001 р. уряди розвинутих країн поступово зменшували заборгованість на міжнародному рівні, і її частка навіть становила менше 50%. Водночас, починаючи з грудня 2001 р. і до червня 2009 р., вони поступово нарощували свою активність у запозиченні коштів на міжнародних ринках. Однак, боргові кризи країн Європи суттєво похитнули позиції розвинутих країн – позичальників на МРДЦП.

3) Кризи на МРДЦП, як правило, не є спонтанним явищем (рис. 1). Наприклад, уряди Італії та Іспанії завжди були активними учасниками МРДЦП, а уряд Італії традиційно посідав провідні позиції у випуску міжнародних державних цінних паперів. Однак, можуть бути виключення, що можна продемонструвати на прикладі останніх подій у Португалії, Іспанії, Греції та на Кіпрі, коли фактично, заборгованість цих країн зростала досить швидко, нерівномірно та не відповідала обсягам ВВП:

– по-перше, швидкість у нарощенні боргу: Греція – у вересні 2008 р. заборгованість складала 57,77 млрд. дол. США, а вже через рік 109,46 млрд. дол. США, Португалія – у грудні 2008 р. 30,48 млрд. дол. США, а за рік – 44,40 млрд. дол. США, Іспанія – у вересні 2008 р. 65,97 млрд. дол. США, а за рік – 80,62 млрд. дол. США. Проте, найскладніша ситуація виникла на Кіпрі: у березні 2009 р. заборгованість складала 1,55 млрд. дол. США, а за рік – 5,14 млрд. дол. США.

– по – друге, нерівномірність у нарощенні боргу: значні сплески діяльності на ринку, що є очевидним з рис. 1.

– по-третє, невідповідність зростання заборгованості за міжнародними державними цінними паперами зростанню та обсягу ВВП. Можемо навести лише приклад Греції та Німеччини: станом на вересень 2009 р.

борг Німеччини на МРДЦП складав 139,47 млрд. дол. США, тобто перевищував борг Греції лише на 30 млрд. дол. США, і це при тому, що обсяги ВВП цих двох країн суттєво різняться.

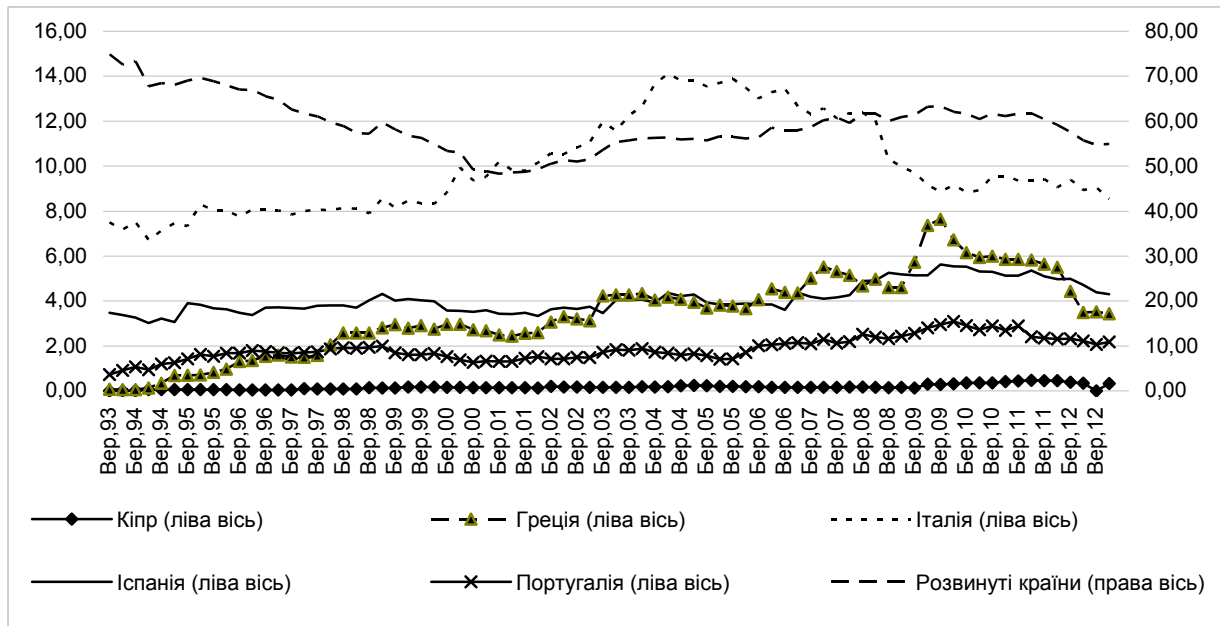


Рис. 1. Динаміка питомої ваги заборгованості окремих країн Європи у загальному обсязі МРДЦП за 1993 – 2012 рр., %

\* Джерело: побудовано за даними BIS.

4) Країни, що розвиваються, останнім часом є дуже активними учасниками МРДЦП. Передусім, країни, що розвиваються, представлені чотирма основними регіонами:

– по-перше, країни Африки та Близький Схід займають незначну частку цього ринку, хоча вона має постійну тенденцію до зростання. Основними позичальниками останнім часом є уряди таких країн, як Ізраїль, Катар, ПАР, ОАЕ;

– по-друге, країни Азії та Океанії. Найбільш цікавими представниками регіону є Індія та Китай. Однак, Індія жодного разу не виходила на МРДЦП. Китай останнім часом суттєво наростив свою присутність. Основними позичальниками останнім часом є Філіппіни, Індонезія, Китай;

– по-третє, країни Європи, частка яких на МРДЦП перевищує частку двох попередніх регіонів у більш, ніж 1,6 рази. Основні позичальники: Польща, Туреччина, Росія, Угорщина, Чехія, Україна;

– по-четверте, країни Латинської Америки та Карибів, обсяги заборгованості за якими є майже такими ж, як і країн Європи і становлять на сьогодні понад 250 млрд. дол. США. Основні позичальники: (Бразилія, Мексика, Аргентина, Венесуела, Колумбія).

**Висновки.** Таким чином, МРДЦП відіграє важливу роль у фінансуванні урядів країн усього світу та має характеристики, які дають широкі можливості інвесторам для формування стратегій інвестування, орієнтованих як на підтримання ліквідності, так і на отримання спекулятивних прибутків: МРДЦП є джерелом індикативних процентних ставок та формування цін в цілому на ринку боргових цінних паперів; МРДЦП продукує ефективні інструменти хеджування ризику процентних ставок за корпоративними облігаціями, за виключенням ситуації з LTCM; МРДЦП має можливість продукувати ліквідність ринку та забезпечувати хеджування процентних ставок тощо. Аналіз ситуації на міжнародному ринку державних цінних паперів впродовж 1993 – 2012 рр.

засвідчив, що, по – перше, на ринку домінують розвинені країни, зокрема з Західної Європи, Канади та США, хоча останнє десятиліття позначене якісними зрушеннями, а саме поступовим захопленням цього ринку країнами, що розвиваються, особливо країнами Латинської Америки, Східної Європи та Росії, Китаю. По-друге, боргові кризи не є спонтанним явищем, і, як правило, обумовлюються неадекватним зростанню ВВП нарощенням боргу. І звичайно, їх вплив є негативним не тільки для розвитку міжнародного ринку державних цінних паперів, а й в цілому міжнародного ринку капіталів, зважаючи на наведені сутність характеристики цього ринку.

**Список використаної літератури:**

1. Версаль Н.І. Особливості функціонування міжнародного ринку боргових цінних паперів / Н.І. Версаль // Збірник наукових праць ДЕТУТ. Серія "Економіка і управління". – 2012. – Вип. 19. – С. 317 – 325.
2. Цінні папери [підручник] / В.Д. Базилович, В.М. Шелудько, Н.В. Ковтун та ін.; за ред. В.Д. Базиловича. – К.: Знання, 2011. – 1094 с.
3. Benzie R. The development of the international bond market / R. Benzie // BIS Economic Papers. – No. 32 – January 1992. – Basle, Bank for International Settlements. – 92 p.
4. BIS Quarterly Review, December 2006, 2007, 2008, 2009, 2010: [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bis.org/publ/qtrpdf>.
5. Bond Markets and Prices: [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.investinginbonds.europa.org/Pages/BondMarketsAndPrices.aspx?folder\\_id=510](http://www.investinginbonds.europa.org/Pages/BondMarketsAndPrices.aspx?folder_id=510).
6. International bond markets: [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bauer.uh.edu/rusmel/7386/ln12.pdf>.
7. International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues. By a Staff Team led by Donald J. Mathieson and Garry J. Schinasi. International Monetary Fund August 2001. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.imf.org](http://www.imf.org).
8. Lowenstein R. When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management [текст] / R. Lowenstein. – Random House Trade Paperbacks, 2001. – 304 p.
9. MacKenzie, D. Long-Term Capital Management and the sociology of arbitrage / D. MacKenzie // Economy and Society Volume. – 2003. – № 3. – P. 349–380.
10. Prasad E. IMF Bonds: Details and Implications / E. Prasad // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.brookings.edu/articles/2009/0504\\_IMF\\_bonds\\_prasad.aspx](http://www.brookings.edu/articles/2009/0504_IMF_bonds_prasad.aspx).
11. Rose Peter S., Marquis Milton H. Money and Capital Markets [текст] / P. S. Rose, M. H. Marquis. – McGraw-Hill/Irwin, 2007 – 767 p.

Н. Версаль, канд. экон. наук, доц.  
КНУ имени Тараса Шевченко, Киев

### МЕЖДУНАРОДНЫЙ РЫНОК ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ: СПЕЦИФИКА ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ

*Раскрыта специфика функционирования международного рынка государственных ценных бумаг в течение 1993 – 2012 гг.: основными его игроками являются развитые страны (страны Западной Европы, Канада, США) с усилением роли развивающихся стран; негативное влияние долговых кризисов не только на развитие международного рынка государственных ценных бумаг, но и международного рынка капиталов в целом; долговые кризисы не являются спонтанным явлением, и, как правило, возникают в результате неадекватного роста ВВП наращивания государственного долга.*

*Ключевые слова: международный рынок капиталов, международный рынок государственных ценных бумаг, государственные ценные бумаги, долговой кризис.*

N. Versal, PhD in Economics, Associate Professor  
Taras Shevchenko National University of Kyiv, Kyiv

### INTERNATIONAL GOVERNMENT SECURITIES: SPECIFIC FUNCTIONING

*It's disclosed the features of the international government securities market during 1993 – 2012: main players are the developed countries (Western Europe, Canada, USA) with the increasing role of developing countries; debt crises have the negative impact as on the development of the international government securities market, but also on the international capital market as a whole; debt crises are not a spontaneous phenomenon, and usually occur as a result of inadequate growth in GDP increasing government debt.*

*Keywords: international capital market, international government securities market, government securities, debt crisis.*

УДК 330.341  
JEL O 110

З. Галушка, д-р экон. наук, проф.,  
О. Лусте, асп.

Чернівецький національний університет імені Юрія Федьковича, Чернівці

### АНАЛІЗ ВПЛИВУ ГОСПОДАРСЬКОГО МЕНТАЛІТЕТУ НА ЕКОНОМІЧНИЙ РОЗВИТОК КРАЇНИ: КОРЕЛЯЦІЙНО-РЕГРЕСІЙНИЙ ПІДХІД

*У статті визначено роль господарського менталітету як важливого чинника соціально-економічних трансформацій, проаналізовано методику аналізу ментальних відмінностей, проведено кореляційно-регресійний аналіз залежності ментальних характеристик суспільства та показників економічного розвитку країни, окреслено перспективи подальших досліджень цієї проблематики.*

*Ключові слова: господарський менталітет, соціально-економічна політика, інноваційний розвиток, міжнародні індекси ефективності економіки, кореляційна залежність.*

**Постановка проблеми у загальному вигляді та її зв'язок із важливими науковими чи практичними завданнями.** Господарський менталітет є довготерміновою детермінантою економічної поведінки людини, чинником суспільного прогресу або регресу, залежно від того, які характеристики є домінуючими в ментальній структурі нації. Він виявляє вплив на соціально-економічні трансформації на мікро-, мезо- та макрорівнях, що проявляється у формуванні мотивів та моделей поведінки працівників, визначає рівень їхньої економічної активності; дозволяє сформулювати різні підходи до управління, стилів керівництва, функціонування і розвитку організаційної структури підприємства; під впливом господарського менталітету відбуваються процеси соціалізації економіки країни, він сприяє економічній інтеграції країни, формуванню її конкурентного потенціалу, визначає рівень її економічної свободи. На наш погляд, це актуалізує необхідність діагностики ментальних характеристик населення кожної конкретної країни, виявлення домінуючих у суспільстві стереотипів і цінностей. Тільки у результаті таких досліджень отримується інформація про реально існуючі неформальні правила, яка у подальшому може бути використана для розробки стратегічних і тактичних кроків соціально-економічної політики держави.

**Аналіз останніх досліджень та публікацій, в яких започатковано розв'язання даної проблеми і на які спираються автори.** Вплив специфічної ролі культурно-мотивованих норм у ринковому середовищі досліджували Г. Хофстеде, Ш. Шварц, Р. Льюїс, Ч. Хампден-Тернер, Ф. Тромпенаарс, Г. Тріандіс. У вітчизняній та російській науці вченими Г. Комих, Т. Гайдай, О. Бондаренко, А. Гриценком, Г. Пилипенко, Р. Нуреевим,

Ю. Латовим, Т. Вуколовою, А. Шастітко активно вивчали проблеми господарського менталітету та основних факторів його формування.

**Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми, котрим присвячується дана стаття.** Слід зауважити, що дотепер недостатньо розроблено є методологія оцінки впливу господарського менталітету на соціально-економічний розвиток держави.

**Метою статті** є вивчення взаємозалежності показників економічного розвитку держави та основних складових господарського менталітету суспільства шляхом удосконалення методології її оцінки.

**Виклад основного матеріалу дослідження з повним обґрунтуванням отриманих наукових результатів.** На наш погляд, для оцінки впливу господарського менталітету на характер соціально-економічних перетворень у суспільстві найбільш вдалою є концепція Г. Хофстеде. Основою цієї методології є аналіз ментальних характеристик різних етнічних груп з використанням формалізованих методів. Г. Хофстеде виділив 4 основні показники, за допомогою яких можуть бути охарактеризовані та описані пануючі ціннісні системи представників різних країн і етнічних груп, що дає можливість встановити положення будь-якої країни на загальносвітової ментальній карті [10]: дистанція влади (Power Distance – PDI); індивідуалізм (Individualism – IDV); мужність (Masculinity – MAS); прагнення уникнути невизначеності (Uncertainty Avoidance – UAI); довгострокова орієнтація (Long-Term Orientation – LTO).

Всі показники Г. Хофстеде зазвичай варіюються в інтервалі від 0 до 100 балів, хоча можливі і більш екстремальні значення [7]. "Дистанція влади" визначає ступінь нерівності в розподілі влади між людьми, який