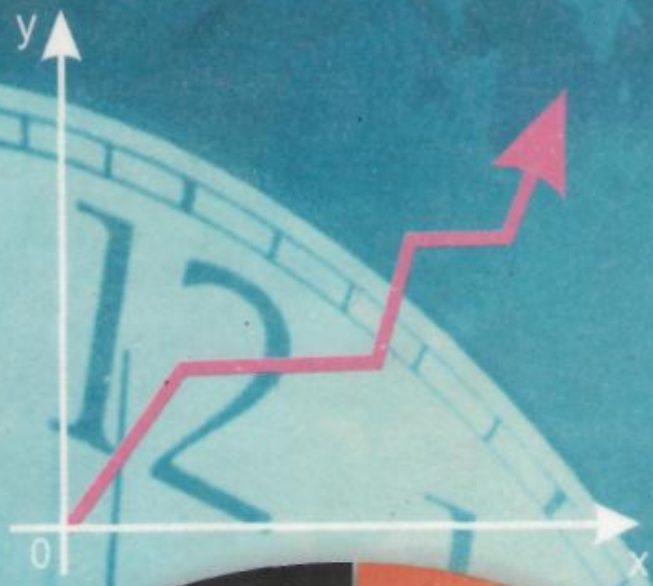
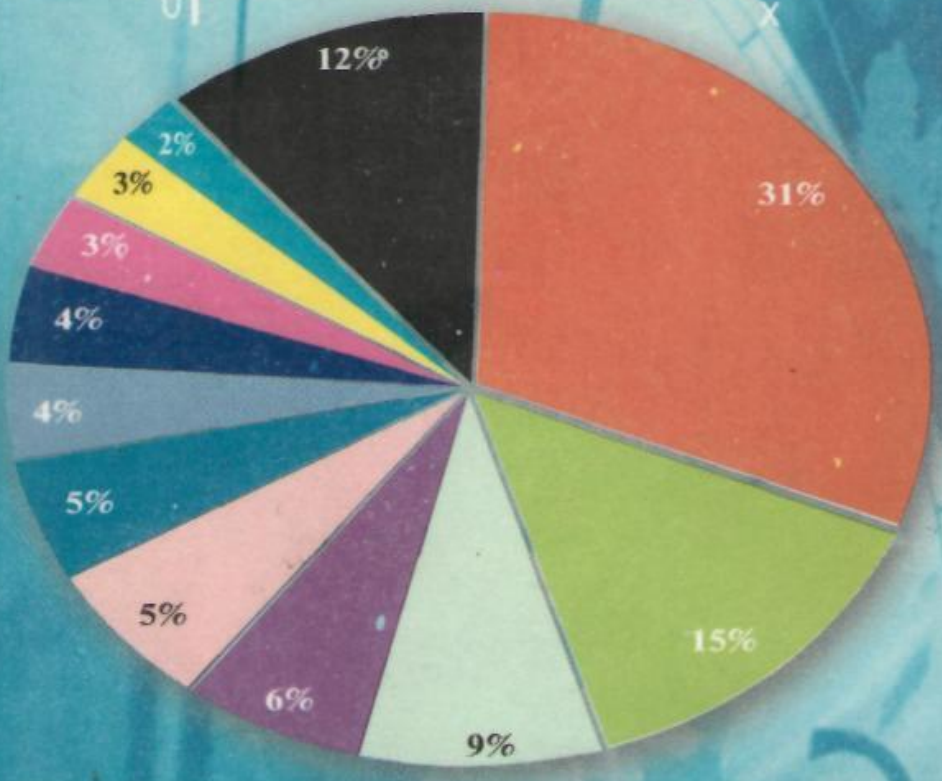
ДЖАЛАЛОВА И.А.

РЫНОК КАПИТАЛОВ В ПЕРЕХОДНОЙ ЭКОНОМИКЕ





ДЖАЛАЛОВА И.А.

РЫНОК КАПИТАЛОВ В ПЕРЕХОДНОЙ ЭКОНОМИКЕ

Рекомендовано Министерством высшего и среднего специального образования в качестве учебного пособия для студентов экономических специальностей высших учебных заведений

Издательство Национального общества философов Узбекистана
Ташкент – 2006

65.5я73
Д40

Рецензенты:

Л. М. Аллахвердиева – доктор экономических наук, профессор, зав. кафедрой «Банковское дело и управление» РЭА им. С. В. Плеханова

Р. Т. Турсунов – канд. физ.-мат. наук MBA, доцент, зав. кафедрой «Управление бизнесом» ТГЭУ

Разработано и издано в рамках проекта TEMPUS-TACIS «Развитие магистерских программ по экономике»

Рассматриваются концептуальные подходы к анализу международных потоков капиталов и международная монетарная система, финансовые кризисы и новая финансовая архитектура, концепция и подходы к анализу измерения риска страны, а также реформа финансового сектора в переходных экономиках и в странах Европейского Союза, международные потоки капиталов и интеграция переходных экономик в глобальные финансовые рынки, объем и структура основных потоков капиталов переходных экономик, частные потоки капиталов в переходных экономиках.

Учебное пособие рассчитано на преподавателей, аспирантов, магистров и студентов высших экономических учебных заведений, а также специалистов-практиков в области международной экономики.

Д 40

Джалалова И.А.

Рынок капиталов в переходной экономике: Учеб. пособия для студентов экон. спец. вузов/ И. А. Джалалова. – Т.: Издательство Национального общество философов Узбекистана, 2006. – 192 с.

ББК 65.5я73+65.248 я 73

© Ташкентский государственный экономический университет, 2006
© Издательство Национального общества философов Узбекистана, 2006

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение 4

Глава 1. Концептуальные подходы к анализу международных потоков капиталов

1.1. Учет и анализ платежного баланса 9
1.2. Обменный курс и политика обменного курса, иностранные рынки обмена и условия международного паритета 23
1.3. Международная монетарная система 40

Глава 2. Финансовые кризисы и новая финансовая архитектура

2.1. Классификация финансовых кризисов 46
2.2. Финансовые кризисы, их основные примеры и причины 47
2.3. Понятие и сущность «новой финансовой архитектуры» 55

Глава 3. Риск страны и финансовый анализ. Значение кредитного рейтинга

3.1. Концепция и подходы к анализу для измерения риска страны 70
3.2. Индикаторы финансовой уязвимости переходных экономик 83
3.3. Агентства кредитного рейтинга и их значение 84

Глава 4. Реформа финансового сектора в переходных экономиках и странах Европейского Союза

4.1. Банковский сектор 89
4.2. Страхование 105
4.3. Рынок капиталов 108

Глава 5. Международные рынки капиталов и интеграция переходных экономик в глобальные финансовые рынки

5.1. Международные потоки капиталов и макроэкономическое агрегирование 113
5.2. Классификация, объем и структура международных потоков капитала 119
5.3. Либерализация международных потоков капитала 122

Глава 6. Объем и структура основных потоков капиталов переходных экономик: значение официальных потоков

6.1. Общие тенденции 127
6.2. Роль многосторонних институтов – МВФ, Всемирного банка, Европейского инвестиционного банка 128
6.3. Двусторонние официальные потоки 141

Глава 7. Частные потоки капиталов в переходных экономиках

7.1. Европейский финансовый рынок 147
7.2. Система банковских займов 150
7.3. Евробонд 151
7.4. Портфельные инвестиции как часть рынка ценных бумаг и международные депозитарные расписки 167

Глоссарий 185
Список литературы 188

SamISI
Inv № 458205

ВВЕДЕНИЕ

Международное движение капитала, его активная миграция между странами являются важнейшей составной частью и формой современных международных экономических отношений.

Основной предпосылкой вывоза капитала выступает относительный избыток капитала в данной стране, его перенакопление. В целях получения предпринимательской прибыли или процента он переводится за границу. Характерно, что экспорт капитала может осуществляться и при дефиците капитала для внутреннего инвестирования.

В 90-х годах в мире образовались огромные массы резервного капитала, ищущего прибыльного применения. Страховые компании, пенсионные, трастовые, инвестиционные и другие фонды аккумулируют эти средства.

Международные капитальные рынки представлены секторами обращаемых долгосрочных бумаг (облигаций, акций) и необращаемых среднесрочных клиентских кредитов от банков.

Международные среднесрочные кредиты — это в основном евровалютные синдицированные займы. Иностранные кредиты представлены в меньшей степени, международные акции, наоборот, преимущественно иностранными акциями. В современных условиях экономика каждой страны поневоле попадает в возрастающую зависимость от экономики других стран. Это проявляется в многообразии связей, складывающихся между странами. Сейчас отдельное государство практически не может существовать обособленно от других стран. Экономические отношения между странами уже не ограничиваются внешней торговлей, товарообменом. Они включают движение капитала между странами, валютные отношения, миграцию рабочей силы, научно-технический обмен.

Международная торговля растет и развивается в связи с выгодностью и целесообразностью международного разделения труда. Международное разделение труда — это сосредоточение производства определенных продуктов в экономике отдельных стран с целью последующей выгодной продажи на мировом рынке и удовлетворения тем самым потребностей других стран, создающих спрос на этот продукт.

Есть ряд стран, которые торгуют сырьем и несложными видами продукции (к таким, в основном, относятся развивающиеся страны), что тормозит их экономическое развитие. Однако и такие страны не лишены возможности в условиях международного разделения труда и мировой торговли выйти на передовые рубежи, о чем свидетельствует опыт Тайваня и Южной Кореи.

Внешнеэкономические связи представляются нам чаще всего в виде ввоза и вывоза товаров, импорта и экспорта. Но в современной эконо-

мике в число вывозимых и ввозимых товаров попадает и такой специфический, как капитал. Под воздействием интернационализации хозяйственной жизни и в интересах извлечения прибыли за рубежом увеличиваются значение и масштабы вывоза капитала. Вывоз капитала – это целенаправленное перемещение денежных средств из одной страны в другую для помещения их в выгодное дело.

Экспорт капитала осуществляется в различных формах. Наиболее распространенная форма применения вывозимого капитала – прямые инвестиции (капиталовложения) в промышленные, торговые и другие предприятия за рубежом, в другой стране. Иностранные инвестиции служат источником денежных, а иногда и прямых имущественных вложений в развитие, расширение, освоение нового производства товаров и услуг, совершенствование технологии, добычу полезных ископаемых, использование природных ресурсов.

Вывоз ссудного капитала путем предоставления среднесрочных и долгосрочных кредитов или займов также представляет одну из форм вывоза капитала, осуществляемую в расчете на получение прибыли за счет высокого ссудного процента. Следует отметить, что хотя вывоз капитала за рубеж чаще всего более выгоден вывозящей стороне, в нем глубоко заинтересованы и страны, в которые ввозится капитал, поскольку они получают вливание денежных, а с ними и других ресурсов, за что, конечно, приходится расплачиваться затем частью дохода. Большая часть притока зарубежного капитала приходится на прямые инвестиции, которые служат наиболее полной формой включения в деятельность на зарубежном рынке посредством создания на нем собственных средств производства и даже предприятий. Самыми крупными экспортерами капитала сейчас являются США и Великобритания. Наблюдается движение частного капитала не только в развивающиеся страны, но и из одной развитой страны в другую. Так, в последние годы Япония размещает капитал в США, вкладывая его в производственные и другие объекты.

Помимо вывоза капитала частными компаниями, экспорт капитала осуществляется рядом государств. Чаще всего государственные денежные средства вывозятся из развитых стран в развивающиеся страны Азии, Африки, Латинской Америки, а в последнее время и в бывшие социалистические страны в виде ссудного капитала.

В силу сложного экономического положения, значительного внешнего долга переходные экономики практически прекращают вывоз капитала в другие страны. В то же время валютные поступления в них в виде кредитов весьма велики и исчисляются в целом в десятках миллиардов долларов. В связи с приватизацией государственной собственности, которая частично может быть выкуплена зарубежными фирмами и частными лицами, а также созданием совместных предприятий, вполне воз-

можно увеличение притока иностранного капитала в страны с переходной экономикой в виде инвестиций.

Серьезные вызовы времени, с которыми столкнулось мировое сообщество в эпоху глобализации, открытие финансовых рынков и распространение информационных технологий стали порождать системные финансовые кризисы с мощным эффектом эпидемии и спекулятивными атаками, подрывающими стабильность не только стран с переходной экономикой, но и благополучных стран. В этих условиях подверженность экономики страны разным шокам, с одной стороны, дестабилизирует национальную экономику, а с другой – может принести значительные потери для иностранных инвесторов и кредиторов, что в современном глобализированном мире может иметь катастрофические последствия.

Анализ мексиканского, азиатского и российского кризисов показал, что они развивались по совершенно разным сценариям. Вместе с тем рассматриваемые финансовые потрясения принадлежат к так называемым «кризисам XXI века», происходящим в эпоху глобализации и всеобщей мобильности капиталов, и потому обладают характерными особенностями – комплексным характером (валютные, банковские и долговые шоки переплетаются в разных сочетаниях), наличием перетока, системным характером и наличием эффекта эпидемии.

В предлагаемом учебном пособии мы стремились раскрыть специфику рынков капиталов в переходных экономиках с учетом зарубежного опыта, что может оказать существенную помощь как студентам магистратуры по экономическим специальностям, так и работникам банков и компаний.

Каждая глава учебного пособия имеет одинаковое внутреннее строение, открываясь разъяснением ключевых концепций и терминов. В конце каждой главы приводится краткое резюме, по которому можно легко и быстро освежить свою память перед экзаменом. Завершается каждая глава вопросами для самопроверки, которые обеспечивают закрепление материала и требуют простого запоминания основных терминов. Ответы на некоторые из них даются в конце учебника – в глоссарии.

Изучению данного курса предшествует изучение таких дисциплин, как макроэкономика и микроэкономика, финансы, международные валютно-кредитные отношения, статистика, мировая экономика. Однако, этого недостаточно для эффективного усвоения данного курса – в конце учебника приведен список актуальных работ по проблематике курса. Но необходимо иметь в виду, что динамика мировой экономики и экономического образования настолько сильна, что на многие современные учебники приходится «начислять амортизацию за моральный износ». И в этом случае единственный шанс не отстать от движения мысли заключается в постоянном процессе самообразования, самосовершенствования, продвинутом освоении всего нового, которого, несомненно, будет

более чем достаточно. А это значит, что с книги, которая перед Вами, можно начать, но ею нельзя закончить.

Данное учебное пособие состоит из 7 глав.

Глава 1 посвящена вопросам учета и анализа платежного баланса, а также политике валютного курса и рынков иностранных валют в странах с переходной экономикой.

В глава 2 освещается ряд вопросов, связанных с финансовыми кризисами и новой финансовой архитектурой, в ней приводятся классификация финансовых кризисов, причины, вызывающие их, раскрывается их сущность, а также рассматриваются финансовые кризисы в странах Азии, Латинской Америки, России, дается понятие о сущности «новой финансовой архитектуры», раскрывается роль Международного Валютного фонда.

В главе 3 рассматриваются концепции и подходы к анализу измерения риска страны, приводятся индикаторы финансовой уязвимости стран с переходной экономикой, определяются роль и значение рейтинговых агентств кредита.

В глава 4 рассматриваются вопросы, связанные с реформой финансового сектора в переходных экономиках и странах Европейского Союза, уделяется внимание реформе банковского сектора, страхованию и рынкам капиталов в странах постсоветского периода и в странах Восточной Европы.

В главе 5 представлены международные рынки капиталов и интеграция переходных экономик в глобальные финансовые рынки, даются классификация, объем и структура международных потоков капиталов, раскрываются условия либерализации международных потоков капиталов и достижения уровня институциональной интеграции переходных экономик в глобальные финансовые рынки.

В главе 6 рассматриваются объем, структура и роль основных потоков капиталов в странах с переходной экономикой, их общие тенденции, роль и значение таких многосторонних институтов, как Международный Валютный фонд, Мировой банк, Европейский инвестиционный банк, а также двусторонние официальные потоки.

В главе 7 рассматриваются сущность и состав европейского финансового рынка, раскрывается сущность системы финансовых займов, а также рассматриваются портфельные инвестиции как часть рынка ценных бумаг и международные депозитарные расписки, в частности, в странах с переходной экономикой.

Автор выражает искреннюю признательность за поддержку и понимание руководству Ташкентского Государственного Экономического Университета и лично его ректору академику Гулямову С.С. и профессору Института Послевузовского Обучения (HIS, Вена, Австрия) Тодору Балабанову. Автор выражает особую благодарность и глубокую признатель-

ность своему наставнику, профессору Ходиеву Б.Ю., за пожелания и неоценимую помощь в работе над данным учебным пособием.

В заключение хотелось бы обратить внимание, что данный курс является авторским и логика построения учебного пособия отражает только точку зрения автора. При этом автор ясно осознает, что все недостатки, обнаруженные в тексте учебного пособия, должны быть отнесены также на его счет.

Автор

Глава 1. КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ПОДХОДЫ К АНАЛИЗУ МЕЖДУНАРОДНЫХ ПОТОКОВ КАПИТАЛОВ

1.1. Учет и анализ платежного баланса

Каждой стране нужна периодическая статистическая сводка о состоянии ее внешнеэкономических связей. Такая сводка содержится в платежном балансе. Это статистический документ, отражающий баланс внешнеэкономических операций страны за определенный период.

Платежный баланс, по определению МВФ, – это статистический отчет за определенный период, показывающий:

- операции с товарами, услугами и доходами, совершенные какой-либо страной с остальным миром;
- смену собственности и другие изменения в принадлежащих данной стране монетарном золоте, специальных правах заимствования (СДР), а также финансовых требованиях и обязательствах по отношению к остальному миру;
- односторонние переводы и компенсирующие записи, которые необходимы для балансирования в бухгалтерском смысле тех операций и изменений, которые взаимно не покрываются.

В основе составления платежного баланса лежат два принципа:

1) Охват всех внешнеэкономических операций страны за определенный период (месяц, квартал, год). Для отделения внешнеэкономических операций от внутриэкономических МВФ рекомендует под первыми понимать операции между резидентами и нерезидентами страны.

Понятие **резидент** можно определить следующим образом:

- Физические лица, имеющие постоянное местожительство в стране, в том числе временно находящиеся за пределами страны;
- Юридические лица, созданные в соответствии с национальным законодательством, с местонахождением в данном государстве;
- Предприятия и организации, не являющиеся юридическими лицами, созданные в соответствии с национальным законодательством, находящиеся за пределами государства;
- Дипломатические и иные официальные представительства страны, находящиеся за ее пределами;
- Находящиеся за пределами страны филиалы и представительства резидентов.

Нерезиденты:

- Физические лица, имеющие постоянное местожительство за пределами страны, в том числе временно находящиеся в государстве;
- Юридические лица, созданные в соответствии с законодательством иностранных государств, с местонахождением за пределами данного государства;

• Предприятия и организации, не являющиеся юридическими лицами, созданные в соответствии с законодательством иностранных государств, с местонахождением за пределами государства;

• Находящиеся в государстве иностранные дипломатические и иные официальные представительства, а также международные организации, их филиалы и представительства;

• Находящиеся в стране филиалы и представительства нерезидентов.

2) Двойная бухгалтерская запись операций (кредит в конечном счете должен совпадать с дебетом), в результате чего дисбаланс по одним статьям балансируется другими статьями.

Довольно распространено ошибочное мнение, что платежный баланс охватывает только платежи. На самом деле этот документ, несмотря на свое название, содержит разные, в том числе и не связанные с платежами операции. К ним относятся односторонние переводы (то есть без возмещения, на односторонней основе); предоставление СДР отдельным странам со стороны МВФ; монетизация или демонетизация золота (перевод части золота страны в ее золотой запас или обратная операция); переоценка золотых и валютных резервов страны из-за изменения мировых цен на золото и валютных курсов. Поэтому платежный баланс охватывает не платежи, а операции (в том числе связанные с платежами).

Платежный баланс как документ претерпел заметные изменения за время своего существования. Первые подсчеты масштабов внешнеэкономической деятельности страны относятся еще к средневековью, а сам термин «платежный баланс» был введен шотландским экономистом XVIII в. Джеймсом Стюартом. К началу XX в. методы составления платежного баланса были наиболее подробно разработаны в Англии и США. На базе английских и американских разработок Лига Наций, а затем МВФ стандартизировали методики составления платежных балансов для всех стран.

В настоящий момент в качестве образца для составления платежного баланса действует схема, опубликованная МВФ в 1977 г. в 4-м издании «Руководства по платежному балансу» (Balance of Payments Manual). Эта схема достаточно апробирована временем и к тому же тесно связана с Системой национальных счетов (хотя не все статьи платежного баланса охватываются этой системой).

Тем не менее, во многих странах баланс составляется с сильными отклонениями от стандартной схемы МВФ, что мешает сопоставлять платежные балансы разных стран. Для облегчения подобного сопоставления МВФ публикует платежные балансы всех стран – членов этой организации, составленные (пересчитанные) по стандартной схеме и в единой валюте – долларах.

Основным изданием МВФ в этой области является двухтомный ежегодник «Balance of Payments Statistics». В первом томе приводятся балансы всех стран – членов МВФ, во втором томе эти балансы сведены в общие

таблицы по укрупненным статьям. Сведения для ежегодника берутся из национальной статистики.

Полная схема составления платежного баланса, рекомендуемая МВФ, содержит 112 статей (так называемое детальное представление сведений об операциях – detailed presentation: transaction data). Укрупненная схема (так называемое агрегированное представление сведений об операциях – aggregated presentation: transaction data) сводит эти статьи в укрупненные, объединяя их, в свою очередь, в семь блоков (групп).

Даже укрупненная схема составления платежного баланса достаточно сложна. Она станет яснее, если разбить ее на три части:

1) Текущие операции (блок А). По ним рассчитывается баланс, показывающий, есть ли прибыль от движения товаров, услуг, капитала и денежных переводов;

2) Движение капиталов (блоки B + C), по которому также можно подсчитать сальдо;

3) Балансирующие операции (блоки E + F + G), отражающие в основном операции государственных органов по уравновешиванию платежного баланса.

В результате образуется итоговое сальдо платежного баланса (сальдо итогового баланса), сальдо баланса официальных расчетов, которое финансируется, то есть погашается (если оно отрицательно) или распределяется (если оно положительно) преимущественно за счет итогового изменения золотовалютных и других официальных резервов страны (блок H).

При анализе платежного баланса страны в первую очередь рассматривается баланс по текущим расчетам, то есть блок А «Текущие операции (текущий платежный баланс)». Ведь именно этот блок охватывает внешнюю торговлю товарами и услугами, которая продолжает оставаться главной формой внешнеэкономических связей в мире, а также такие крупномасштабные операции, как перевод доходов от ранее вывезенных и ввезенных капиталов, денежные переводы частных лиц и безвозмездная помощь (так называемые трансферты) и др.

Основу текущего платежного баланса составляют статьи «Товары: экспорт ФОБ» и «Товары: импорт ФОБ». Разница между ними образует торговый баланс. Не следует забывать, что экспорт и импорт в платежном балансе оцениваются на условиях ФОБ (то есть без включения в цену товара стоимости страхования и транспортировки) в отличие от статистики внешней торговли, где импорт традиционно подсчитывается на условиях СИФ (то есть включая стоимость страхования и транспортировки). В результате сальдо торгового баланса и внешнеторговой статистики несколько отличаются.

Статьи текущего платежного баланса, объединенные названием «прочие товары, услуги и доходы», довольно многочисленны. Они охватывают:

• поставки товаров, которые трудно отделить от поставок услуг;

• самые различные услуги: грузовые, пассажирские и прочие перевозки, включая портовые сборы; международный туризм; телекоммуникационные услуги; образовательные; финансовые и страховые; разнообразные деловые (например, посреднические), профессиональные (например, консалтинг) и технические услуги (например, строительные) и др. Их объем велик и сопоставим с объемом торговли товарами;

• доходы и расходы по использованию прав собственности (платежи и поступления по лицензиям, патентам, роялти и т.п.), которые у ряда стран достигают большой величины;

• доходы от частных и государственных инвестиций за рубежом и аналогичные доходы по иностранным инвестициям в своей стране (не путать с самими инвестициями, которые проходят по другим статьям других блоков!). Причем сюда включаются и реинвестированные доходы, что часто не учитывается при анализе реального притока и оттока доходов. Подобные расходы и доходы иногда называют факторными услугами;

• операции, связанные с политическими и административными функциями государства за рубежом (военные базы, содержание дипломатического персонала, участие в международных организациях и т.п.). Подобные расходы велики у крупных стран.

Статьи «Частные односторонние переводы» и «Государственные односторонние переводы» охватывают так называемые трансферты (в них иногда включают и вышеуказанные расходы государства за рубежом):

• денежные переводы переселенцев, иностранных работников и др.;

• безвозмездную государственную помощь (дары). Баланс движения капиталов охватывает блоки B и C.

1. «Прямые инвестиции и прочий долгосрочный капитал» (блок B) включают:

1) прямые и портфельные инвестиции;

2) прочий долгосрочный капитал, прежде всего:

– долгосрочные государственные и частные банковские займы;

– выплату (получение) основной части долга по ранее полученным (предоставленным) займам;

– подписку на облигации международных банков и финансовых организаций.

2. «Краткосрочный капитал» (блок C) отражает движение инвестиций сроком до одного года включительно и характеризует преимущественно движение краткосрочных государственных ценных бумаг и обязательств, банковских депозитов и межбанковской задолженности, краткосрочных займов.

3. К балансу движения капиталов примыкает блок D «Ошибки и пропуски», который охватывает не столько ошибки, сколько пропуски, особенно частые при подсчете движения краткосрочного капитала (где количество ежедневных операций достигает в некоторых странах астроно-

мических цифр), а также включает контрабанду и нелегальную утечку капитала.

При анализе итогового баланса рассматриваются все блоки, кроме Н.

«Компенсирующие статьи» (блок Е) включают изменения в объемах (но не сами объемы):

1) золотого запаса страны за счет монетизации/демонетизации золота и изменения мировых цен на золото;

2) СДР на счету страны и ее резервной позиции в МВФ в силу изменения их обменного курса;

3) валютных резервов страны, ее внешних требований и полученных ею от МВФ кредитов за счет изменения валютных курсов.

«Чрезвычайное финансирование» (блок F) охватывает преимущественно операции по смягчению дефицита платежного баланса – безвозмездные займы (дары) МВФ, займы для структурной перестройки от МБРР и льготные займы от Арабского валютного фонда, от СТАВЕКС (специальный фонд в ЕС), а также просрочки в выплате, перенос и списание долгов и выплату этих долгов раньше срока.

«Обязательства в составе валютных резервов иностранных государственных органов» (блок G) охватывают государственные депозиты в иностранных банках и покупку (продажу) иностранных ценных бумаг государственными органами (которые рассматривают их как эквивалент валютных резервов). Примером может быть широкая покупка государственными органами стран Персидского залива американских и британских государственных ценных бумаг.

Какое сальдо баланса – положительное или отрицательное – образовалось у страны за прошедший год (квартал, месяц), каков размер этого сальдо? Ответ на этот вопрос не так прост, как может показаться. Не стоит забывать, что в соответствии с принципами своего построения платежный баланс в целом всегда находится в равновесии. Поэтому говорить о сальдо, то есть о несбалансированности, можно лишь применительно к отдельным статьям (блокам). На практике подсчитываются три сальдо, соответственно балансам по текущим операциям, движению капиталов и официальным расчетам.

Сальдо по текущим операциям (сальдо текущего платежного баланса) – это сальдо наиболее важных для хозяйства страны и сравнительно медленно меняющихся статей (входят в блок А), поэтому оно рассчитывается чаще всего. Сальдо текущего платежного баланса должно балансироваться всеми остальными, нижележащими статьями (блоками).

Сальдо движения капиталов является главным «контрбалансом» текущим операциям. Иными словами, если сальдо текущего платежного баланса отрицательно, то оно обычно погашается (полностью или частично) положительным сальдо движения капитала. Если же у страны положительное сальдо текущего платежного баланса, то это создает базу для того, чтобы вывоз капитала из страны превышал ввоз.

Сальдо баланса официальных расчетов (сальдо итогового баланса) охватывает все блоки (A+B+C+D+E+F+G), кроме последнего — «Итоговое изменение резервов» (H). В этом сальдо все блоки рассматриваются как источники прироста (оттока) средств в страну (из страны), а блок H — как балансирующий. Нередко при подсчете сальдо итогового баланса в него не включают блоки F и G из-за их сходства с блоком H; так иногда поступает и сам МВФ.

В блоке H — «Итоговое изменение резервов» — знак «−» означает увеличение официальных резервов страны, а знак «+» — их уменьшение, так как по логике составления платежного баланса приток средств в официальные резервы страны аналогичен импорту товаров и услуг и наоборот. Итоговое изменение официальных резервов страны происходит за счет изменений (кроме изменений из-за колебаний валютного курса и мировых цен):

1) объема золотого запаса;
2) количества СДР на счету страны в МВФ;
3) резервной позиции страны в МВФ;
4) объема валютных резервов;
5) объема требований страны к иностранным государственным органам (и наоборот);
6) использования кредитов МВФ, предназначенных преимущественно для погашения дефицита платежного баланса.

При анализе сальдо платежного баланса необходимо учитывать, что мы имеем дело не только с разными способами подсчета сальдо, но и с разными взглядами на сущность платежного баланса.

Так, платежный баланс США дефицитен, если применять для оценки его состояния только сальдо текущего платежного баланса. Анализ этого сальдо покажет, что главная причина дефицита — превышение импорта товаров над экспортом. В свою очередь, это результат меньшей конкурентоспособности американских товаров по сравнению с японскими, немецкими и некоторыми другими. Это вызывает озабоченность США и ослабляет доверие к американской валюте.

Одновременно не стоит забывать, что сальдо по текущим операциям дает относительно узкий взгляд на платежный баланс, так как в стороне остается вторая по значению форма внешнеэкономических связей — международное движение капиталов.

Например, с точки зрения сальдо итогового баланса платежный баланс США положителен, прежде всего, за счет огромного притока в страну достаточно надежных и стабильных активов — долгосрочного капитала, что свидетельствует о доверии иностранных инвесторов к долгосрочным перспективам США и американской валюте. Об этом свидетельствует и большой положительный баланс движения менее надежных активов — краткосрочного капитала. Но при этом надо учитывать, что сальдо итогового баланса дает слишком широкий взгляд на платежный ба-

ланс, ведь оно включает в себя блоки E, F и G. Формально их можно отнести к движению капитала, но фактически это другое: блок E отражает переоценку золотовалютных и других резервов страны, блок F показывает приток средств для погашения дефицита платежного баланса, а блок G демонстрирует движение средств, по своей сути примыкающих к золотовалютным и другим резервам страны.

С учетом достоинств и недостатков обоих сальдо и надо их использовать. На практике чаще применяют сальдо текущего платежного баланса как более важное. Кроме того, наименьшие отклонения от рекомендуемой МВФ схемы наблюдаются при подсчете разными странами сальдо своего текущего платежного баланса (наибольшие – при подсчете сальдо итогового баланса), что позволяет сопоставлять эти сальдо по разным странам, беря их из национальной статистики.

Международная статистика свидетельствует, что платежные балансы стран мира постоянно находятся в неравновесии, то есть сальдо по текущим операциям и сальдо итогового баланса обычно не равны нулю и поэтому балансируются движением капиталов, государственными балансирующими операциями и изменениями в резервах, чтобы уравновесить платежный баланс.

Неравновесие платежных балансов, бывшее ранее скорее исключением, стало характерной чертой нашего времени. Во второй половине XX в. темпы экономического роста мирового сообщества оказались, вероятно, рекордными за всю историю человечества. На этом фоне неравномерность экономического развития отдельных стран стала проявляться резче. Так, развитие Японии и Германии в мировой экономике сопровождалось положительным сальдо текущего платежного баланса этих стран. Иначе говоря, резкое нарушение равновесия в мировой экономике вызывает резкое неравновесие в платежных балансах.

Неравновесие платежного баланса страны, будучи, прежде всего, регулятором внутриэкономических процессов, вызывает ряд последствий для ее экономики.

Стабильно положительное сальдо баланса по текущим операциям укрепляет позиции национальной валюты и одновременно позволяет иметь прочную финансовую базу для вывоза капитала из страны, в отличие от стабильно отрицательного, ослабляющего позиции национальной валюты и подталкивающего страну ко все большему привлечению иностранного капитала. Если подобный приток капитала осуществляется не через долгосрочные предпринимательские инвестиции (то есть прямые и портфельные), а через долгосрочные государственные и частные банковские займы и особенно посредством чрезвычайного финансирования и роста внешних обязательств, то это ведет к быстрому увеличению внешнего долга страны и выплат по нему. Страна начинает жить в кредит.

Сильные колебания сальдо баланса по текущим операциям (в ту и в другую сторону) вызывают неблагоприятные для страны последствия. Так,

резкое увеличение положительного сальдо создает базу для быстрого роста денежной массы и тем самым стимулирует инфляцию, а резкое увеличение отрицательного сальдо вызывает «обвальное» падение обменного курса, что вносит хаос во внешнеэкономические операции страны. Поэтому когда речь идет о равновесии платежного баланса, то в центре внимания оказываются, прежде всего, дефицит текущего платежного баланса (если он образовался) и сильные колебания его сальдо.

Государство регулирует платежный баланс страны. При этом оно во многом опирается на теории платежного баланса. Эти теории прошли длительный путь. Господствовавшая в XIX и начале XX в. в условиях золотого стандарта классическая теория автоматического равновесия шотландца Д. Юма (1711–1776) отошла затем в прошлое вместе с золотым стандартом. Однако в последние два-три десятилетия интерес к этой теории вновь возрос. Если в прежних условиях роль автоматического регулятора брал на себя блок «Итоговое изменение резервов», то теперь, в условиях плавающих валютных курсов, таким автоматическим регулятором отчасти становится плавающий обменный курс национальной валюты, который падает при ухудшении состояния платежного баланса и возрастает при его улучшении, что автоматически ведет к изменениям во многих текущих операциях и, отчасти, в движении капитала.

Затем сформировался неоклассический эластиционный подход, разработанный, прежде всего, Дж. Робинсоном, А. Лернером, Л. Мешлером. Эластиционный подход подразумевает, что сердцевиной платежного баланса является внешняя торговля и что сальдо торгового баланса определяется, прежде всего, отношением уровня цен на экспортируемые товары (P_e) к уровню цен на импортируемые товары (Pi), которое умножено на валютный курс (r), то есть –

$$\frac{P_e}{Pi} \cdot r$$

Отсюда делается вывод: для обеспечения равновесного платежного баланса наиболее эффективным средством является изменение валютного курса. Ведь девальвация национальной валюты снижает экспортные цены в иностранной валюте, а ревальвация – удорожает для иностранных покупателей приобретение товаров указанной страны и удешевляет для ее собственных резидентов ввоз иностранных товаров.

Но что особенно важно, степень этих изменений в зарубежном спросе на экспорт страны и в отечественном спросе на импорт определяется коэффициентом эластичности спроса на экспорт и импорт. Это необходимо учитывать при изменении обменного курса. Так, импорт товаров, которые нужны в стране, но не производятся в ней, обладает небольшой эластичностью в отличие от импорта, который конкурирует с местными товарами. Работы С. Александера на основе идей Дж. Мида и Я. Тинбергена легли в основу абсорбционного подхода, который в целом базируется на кейнсианской теории. Этот подход стремится связать платежный баланс

(прежде всего, торговый баланс) с основными элементами ВВП, в первую очередь, с совокупным внутренним продуктом и инвестиционным спросом (для его обозначения и используется термин «абсорбция»), который является суммой частного потребления, государственного потребления и инвестиций. Абсорбционный подход указывает на то, что улучшение состояния платежного баланса (в том числе через девальвацию национальной валюты) увеличивает доход страны и вследствие этого – абсорбцию в целом, то есть и потребление, и капиталовложения. Отсюда кейнсианцы делают вывод: нужно стимулировать экспорт, сдерживать импорт, и прежде всего, через повышение конкурентоспособности отечественных товаров и услуг в целом (а не только путем девальвации национальной валюты).

Монетаристский подход к платежному балансу был заложен в трудах многих авторов, особенно Х. Джонсона и Дж. Поллака. Главное внимание здесь, естественно, уделяется денежным факторам, особенно воздействию сальдо итогового платежного баланса на денежное обращение в стране. Монетаристы считают, что именно неравновесие на денежном рынке определяет неравновесие платежного баланса в целом.

Отсюда их главная рекомендация правительству: не вмешиваться радикально не только в денежное обращение, но и в международные расчеты страны. Ведь если в обращении находится больше денег, чем нужно, то от них стараются избавиться, в том числе и покупая больше иностранных товаров, услуг, имущества и других активов. Чтобы ликвидировать дефицит платежного баланса, требуется лишь жесткий контроль над денежной массой. И вообще к этой проблеме следует относиться как к второстепенной, считают монетаристы, потому что дефицит платежного баланса помогает экономике быстрее избавиться от излишка имеющихся в обращении денег.

Существует несколько основных методов государственного воздействия на состояние платежного баланса.

Первый – это прямой контроль, включая регламентацию импорта (через количественные ограничения, например) и таможенные и другие сборы, запрет или ограничения на перевод за рубеж доходов по иностранным инвестициям и денежным трансфертам частных лиц, резкое ограничение безвозмездной помощи, вывоза долгосрочного и краткосрочного капитала и др. Подобные меры прямого контроля обычно вызывают сильные затруднения у многих фирм страны и, соответственно, воспринимаются враждебно.

В краткосрочном плане прямой контроль дает положительный эффект (он больше или меньше в зависимости от уровня соблюдения фирмами хозяйственного законодательства и способности правительства следить за выполнением своих решений). В долгосрочном плане эффект от этих мер противоречив, так как создается «тепличный режим» для местных производителей, снижается интерес иностранных инвесторов к стране из-за

Samisat
Inv № 458205

запрета на перевод их доходов, возникают трудности с привлечением иностранных специалистов, создаются препятствия для расширения за рубежом товаро- и услугопроводящей сети для отечественных экспортеров.

Но не вызывает враждебности, а наоборот, приветствуется отечественными производителями такая мера, как субсидирование экспорта. Однако она дорогостояща, и поэтому ее применение обычно связано с состоянием бюджета страны.

Второй метод государственного воздействия – дефляция (то есть борьба с инфляцией), которая нацелена на решение внутриэкономических задач, но в качестве побочного эффекта улучшает и состояние платежного баланса. Считается, что традиционные для дефляционной политики последствия – снижение объема производства, инвестиций и доходов ведут к сокращению импорта и роста резервных мощностей для наращивания экспорта. Обычное для дефляции повышение учетной ставки привлекает в страну краткосрочный капитал, если, конечно, здесь есть развитая кредитно-банковская система и низок уровень политического риска.

Однако есть и другая точка зрения: дефляция уменьшает экспорт и увеличивает импорт. При дефляции повышается обменный курс национальной валюты, что увеличивает возможности импортеров. Для экспортеров же высокий курс их национальной валюты означает, что при обмене экспортной выручки они получают меньше национальной валюты, а это отнюдь не стимулирует их налаживать экспорт.

Третий рычаг воздействия государство на платежный баланс – изменения обменного курса. И при твердом, и при плавающем курсе они проходят под сильным контролем и влиянием государства. Так, даже в условиях плавающего курса государство (обычно в лице центрального банка страны) стремится удержать эти колебания в определенных пределах, ориентируясь на так называемые курсовые цели, дабы избежать сильных экономических потрясений.

Изменения обменного курса помогают государству регулировать равновесие платежного баланса, но при этом нужно учитывать, что эффект от ревальвации/девальвации ослабляется эластичностью экспорта и импорта, а также инерцией внешнеторговых потоков. Поэтому различаются кратко-, средне- и долгосрочное воздействия изменений в обменном курсе на платежный баланс.

Так, инерция внешнеторговых потоков часто приводит к тому, что в первые месяцы после сильного падения национальной валюты торговый баланс не меняется и даже может происходить, как ни странно, его ухудшение. Ведь экспортерам нужно время, чтобы нарастить свой экспорт, а импортерам – время, чтобы сократить количество новых контрактов. А пока внешнеторговые потоки идут по ранее заключенным контрактам, стоимость экспорта и импорта в долларах не сокращается, но на внутреннем рынке стоимость экспортируемых товаров в национальной

валюте остается той же, а стоимость импортных товаров возрастает. Правда, спустя некоторое время ситуация с торговым балансом обычно меняется: экспорт возрастает и импорт сокращается.

Эластичность импорта в современных условиях имеет тенденцию к снижению, так как из-за растущего участия всех стран в международном разделении труда в национальном импорте постоянно увеличивается доля тех товаров, ввоз которых объективно необходим. Поэтому в средне- и долгосрочном плане девальвация слабо сокращает национальный импорт, а ревальвация заметно увеличивает его. Экспорт обычно более эластичен и поэтому в средне- и долгосрочном плане более чуток к курсу национальной валюты. Так, заниженный курс иены и марки был мощным стимулом для японского и германского экспорта в первые послевоенные десятилетия.

Воздействие изменений в обменном курсе на движение капиталов различно. Ввоз долгосрочного капитала в страну определяется перспективными целями, и поэтому на нем слабо отражаются изменения обменного курса. Для ввоза краткосрочного капитала в страну со свободно конвертируемой валютой, наоборот, это имеет большое значение, так как здесь имеется возможность играть на изменениях курса. Ввоз увеличивается перед возможной ревальвацией, а после нее увеличивается вывоз капитала.

К платежному балансу тесно примыкает расчетный баланс, под которым понимается соотношение денежных требований и обязательств страны по отношению к внешнему миру.

Различают расчетный баланс страны за определенный период и на определенную дату.

Расчетный баланс за определенный период является соотношением тех требований и обязательств, которые возникают за тот период, то есть сколько страна должна получить и заплатить за это время. Казалось бы, чем тогда этот вид расчетного баланса отличается от платежного баланса? Прежде всего тем, что составляется наперед, чтобы знать, как сложатся требования и обязательства страны в будущие годы. Если в конце 2005 года страна получит из-за рубежа 2 млрд. $ государственного займа на 10 лет с льготным периодом в 5 лет и 5% годовых и одновременно предоставит частный заем в 1 млрд. $ на 9 лет с льготным периодом в 1 год и 10% годовых, то как в ближайшие 10 лет сложатся платежи и поступления страны? Ответ на этот вопрос и дает расчетный баланс за определенный период, в данном случае за 2006-2015 гг. Очень схематично он выглядит так (млн. $):

	2006 г	2007 г	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г	2012 г.	2013 г	2014 г.	2015 г
Платежи	100	100	100	100	100	500	500	500	500	500
Поступления	100	225	225	225	225	225	225	225	225	-
Баланс	0	125	125	125	125	-275	-275	-275	-275	-500

Поэтому расчетный баланс за определенный период – это, прежде всего, инструмент планирования (прогнозирования).

Расчетный баланс на определенную дату говорит, является ли страна нетто-должником или нетто-кредитором на эту дату и из каких основных статей состоят ее требования и обязательства. Каков объем внешней задолженности страны на начало 2006 г. и каков объем внешнего долга других стран этой стране на начало 2006 г.?

Для нашего примера ответ таков: задолженность зарубежным странам составляет 2 млрд. $, а долг других стран – 1 млрд. $, и поэтому страна на начало 2006 г. является нетто-должником.

Последний вид расчетного баланса публикуется чаще. В разных странах он составляется несколько по-своему. Однако и здесь МВФ рекомендует свою схему (так называемое детальное представление сведений о капитале (фондах) – detailed presentation: stock data). В сокращенном виде он может быть представлен следующей схемой (схема 1).

Сальдо капитала	
Сальдо капитала исключая резервы: · Прямые инвестиции за рубежом · Прямые инвестиции в стране · Сальдо портфельных инвестиций · Сальдо долгосрочного государственного капитала · Сальдо долгосрочного банковского капитала · Сальдо прочего долгосрочного капитала · Сальдо краткосрочного государственного капитала · Сальдо краткосрочного банковского капитала · Сальдо прочего краткосрочного капитала	
Резервы: · Монетарное золото (государственный золотой запас) · СДР · Резервная позиция в МВФ · Валютные резервы · Прочие требования · Кредиты МВФ	

Схема 1. **Сведения о капитале (фондах) – detailed presentation: stock data**

Взаимосвязи любой страны с остальным миром учитываются в платежном балансе страны. В этом документе отражаются международные потоки товаров и услуг, с одной стороны, и международные потоки средств для накопления капитала – с другой.

Воспользуемся основным макроэкономическим тождеством, чтобы продемонстрировать взаимосвязь этих потоков: $\mathbf{Y = C + I + G + NX}$. Пере-

пишем основное макроэкономическое тождество следующим образом:

$$Y - C - G = I + NX.$$

Величина $(Y - C - G)$ — это национальные сбережения $S_{нац}$, тогда

$$S = I + NX \text{ или } (I - S) + NX = O.$$

Данная запись основного макроэкономического тождества принимает форму платежного баланса. Первый член данного равенства $(I - S)$ называется счетом движения капитала платежного баланса. Второй член данного равенства NX — это текущий счет или счет текущих операций платежного баланса.

Счет движения капитала представляет собой избыток внутренних инвестиций над внутренними сбережениями. Здесь отражаются продажа и покупка активов, то есть движение международных потоков капитала. При этом последние могут принимать различные формы: займов, долговых обязательств, доходов от продажи акций, облигаций, недвижимости.

Продажа иностранных активов увеличивает запасы иностранной валюты, а их покупка уменьшает их. Поэтому баланс движения капитала показывает чистые поступления иностранной валюты от всех сделок с активами. Если, например, иностранцы приобретают государственные облигации, выпущенные Национальным банком, увеличивается положительное сальдо счета капитала. Такой же эффект даст приобретение иностранцами недвижимости в данной стране. То есть во всех случаях, когда иностранцы приобретают права на будущий доход с собственного капитала страны, положительное сальдо счета капитала увеличивается.

Текущий счет отражает продажу и покупку товаров и услуг за границей, а также односторонние трансферты, то есть это сумма, получаемая из-за границы в обмен на наш чистый экспорт, включая чистую сумму, получаемую за использование наших факторов производства.

Оба счета взаимосвязаны: если сальдо счета движения капитала является положительной величиной, тогда текущий счет имеет отрицательное сальдо, то есть $I - S = - NX$.

Экономический смысл этого равенства в следующем: если инвестиции превышают национальные сбережения, то, очевидно, страна берет займы (кредиты) на мировых финансовых рынках и импортирует больше товаров, чем экспортирует, поэтому импорт превысит экспорт и текущий счет уменьшится в ответ на увеличение счета капитала. Значит, если поступления от продажи активов другим странам превышают расходы страны на покупку активов за границей, то баланс движения капитала сводится с положительным сальдо и имеет место приток капитала в страну.

И наоборот, если в счете движения капитала величина сбережений превышает инвестиции $(S > I)$, это означает, что на мировых финансовых рынках страна может выступать в роли инвестора и должна экспортировать больше, чем импортировать. В этом случае имеет место отток или вывоз капитала из страны и баланс движения капитала сводится с дефицитом. Текущий счет в этом случае увеличится, так как $EX > IM$.

Сальдо счетов текущих операций представляет собой разность между продажами товаров и услуг за рубеж и покупками товаров и услуг у иностранных производителей, сальдо счетов движения капиталов отражает разность между продажами активов за рубеж и приобретением активов, находящихся за границей. Когда США заимствуют 1 доллар у другой страны, они продают ей свои активы – обещание вернуть этот доллар с процентами в будущем. Такая сделка учитывается в счетах движения капиталов со знаком плюс, так как ссуда представляет собой платеж, направляемый в США, или, другими словами, приток капитала. Когда же США сами предоставляют ссуду другому государству, то платеж направляется за границу и поэтому заносится в дебет счетов движения капиталов. Эта операция подразумевает покупку активов за рубежом и называется ***оттоком капитала.***

Посмотрим на взаимосвязь потоков капитала и товаров с другой стороны, делая акцент на потоки товаров и услуг, то есть на текущий счет. Если страна имеет дефицит текущего счета, она тратит на товары и услуги из-за границы больше величины своих доходов от продажи товаров и услуг за границу. И поэтому так же, как отдельный человек, страна должна финансировать эти превышения (дефицит текущего счета), продавая активы иностранцам или беря у них взаймы.

Таким образом, баланс по текущим операциям (текущий счет) и баланс движения капитала (счет капитала) являются отражением друг друга.

Дефицит текущего счета говорит о том, что экспорт товаров и услуг недостаточен для оплаты импорта товаров и услуг. Как осуществляется финансирование этого дефицита? Существует несколько способов, каждый из которых отразится на счете движения капитала. Так, можно взять взаймы за рубежом либо отказаться от собственности на некоторые активы в пользу иностранцев. Это приведет к положительному сальдо в балансе движения капиталов. Оно покажет, что страна продала недвижимость (либо другие активы) и получила займы от других стран для того, чтобы финансировать дефицит текущего счета платежного баланса.

Если страна имеет дефицит по текущему счету, а Центральный банк не располагает иностранной валютой для продажи и не проводит валютной инвестиции, то уравнение платежного баланса должно выглядеть так:

Положительное сальдо текущего счета	=	Дефицит счета капитала

Однако центральные банки большинства стран держат определенное количество иностранной валюты, называемой *официальными резервами*, которые предназначены для уравновешивания платежного баланса, то есть для урегулирования возможной несбалансированности по текущим

операциям и движения капитала. То есть уравнение платежного баланса фактически принимает следующий вид:

$$(I-S)+NX+\text{официальные резервы}=0$$

Операции с официальными резервами — это операции, осуществляемые Национальным банком по купле-продаже иностранной валюты или золота на валютных рынках, проводимые для уравновешивания платежного баланса.

Платежные балансы всегда должны быть сбалансированы, то есть сводиться к нулю. Тем не менее, часто говорят о дефиците платежных балансов. Имеется в виду разница между величиной текущего счета и счета движения капиталов. Если эта величина имеет отрицательное значение, то сальдо платежного баланса считается отрицательным. Это означает, что страна получила меньше иностранной валюты, чем израсходовала, и поэтому ей придется уменьшить свои официальные резервы иностранной валюты на соответствующую величину. И наоборот, если разница двух счетов представляет собой положительную величину, тогда сальдо платежного баланса считается положительным, и страна получает возможность увеличить свои официальные резервы. То есть активное (положительное) сальдо платежного баланса означает рост официальных резервов.

Размеры официальных резервов не безграничны. Если страна из года в год имеет дефицит платежного баланса, это может привести к истощению официальных резервов и впоследствии будет необходимо прибегнуть к специальным мерам по корректировке платежного баланса.

1.2. Обменный курс и политика обменного курса, иностранные рынки обмена и условия международного паритета

Валютный обменный курс — это цена денежной единицы одной страны, выраженная в единицах другой, или соотношение, по которому валюта может быть конвертирована в другую.

В сделках внутри страны люди используют национальную валюту, но для проведения операций за границей им нужна иностранная валюта. Например, если российская фирма заключает контракт с американской на поставку оборудования, то ей нужна американская валюта для оплаты сделки. Для этих целей существуют специальные рынки, на которых может быть куплена или продана иностранная валюта и которые называются валютными рынками. Для своих участников они предоставляют клиринговые услуги, возможность застраховаться от валютных рисков. Также имеется возможность "спекулировать", приобретая или продавая валюту, то есть играя на ее будущей цене.

Валютная сделка представляет собой обмен денег одной страны на деньги другой. Подавляющая часть денежных активов, продаваемых на

валютных рынках, имеет вид депозита до востребования в банках, осуществляющих торговлю друг с другом. Только незначительная часть рынка приходится на обмен наличных денег.

Основные участники торговых сделок на валютном рынке — это крупные коммерческие банки, во многих случаях выполняющие функции дилеров в рыночном процессе. В этом качестве они поддерживают позицию двух или более валют, т. е. обладают вкладами, выраженными в этих валютах. Например, «Чейз Манхеттен Банк» имеет отделения в Лондоне и Нью-Йорке. Отделение в Нью-Йорке располагает депозитами в фунтах стерлингов в лондонском отделении, а отделение в Лондоне — депозитами в долларах в Нью-Йорке. Каждое из этих отделений может предоставить вкладчику иностранную валюту в обмен на местный вклад. На осуществлении этой операции банк получает прибыль как дилер, продавая иностранную валюту по «цене продавца», которая немного выше «цены покупателя», по которой банк приобретает валюту. Конкуренция между банками удерживает разрыв между «ценой покупателя» и «ценой продавца» на уровне 1 процента для больших международных деловых операций.

Иногда коммерческие банки выступают в роли брокеров. В этом качестве они не «поддерживают позицию» по определенным валютам, но только сводят вместе продавцов и покупателей. Так, например, какая-либо английская фирма может попросить лондонский банк выступить в роли брокера при необходимой ей организации обмена долларов на фунты.

Кроме коммерческих банков, на внешнем валютном рынке существует небольшое количество небанковских дилеров и брокеров. Коммерческие банки используют независимых брокеров как посредников при заключении значительных оптовых сделок между собой.

Валютные курсы

Обменный курс валюты является тем ключевым фактором, который связывает экономику страны с остальным миром. Различают два вида обменных курсов: ***номинальный*** и ***реальный.*** Номинальный обменный курс — это относительная цена валют двух стран. Реальный — относительная цена товаров, произведенных в двух странах. Предположим, что американская машина стоит 1 тысячу долларов, а аналогичная российская — 6 млн. рублей. Чтобы сравнить эти цены, их нужно выразить в одной валюте. При обменном курсе в 4500 руб./долл. получается, что американская машина стоит 4,5 млн. рублей. Это значит — цена российской машины равна 1,33 цены американской. Пример показывает, что реальный обменный курс зависит от номинального курса, цен товаров в национальных валютах и рассчитывается по формуле:

$$\mathbf{Р = Н * Ц1 / Ц2,}$$

где **Н** — номинальный обменный курс, **Ц1** — уровень цен в одной стране, а **Ц2** — в другой.

Отсюда,

$$\mathbf{Н = Р * Ц2 / Ц1}$$

Свободный плавающий курс

Рассмотрим валютный рынок в условиях свободного плавающего курса, когда реальный обменный курс равен 1, так как спрос и предложение валюты регулируются за счет законов свободной конкуренции. Для чистоты модели предположим, что международного кредитования, заимствования, а также спекуляции не существует.

Эта предпосылка подразумевает, что иностранная валюта используется только в сделках по экспорту или импорту товаров и услуг. Импортеры должны получить иностранную валюту, чтобы оплатить свои счета за границей. Следовательно, импорт является источником спроса на иностранную валюту. Экспорт же, наоборот, представляет собой источник ее предложения. На рынке предложение со стороны экспорта встречается со спросом со стороны импорта. Таким образом, устанавливаются обменные курсы.

На рис. 1 показан рынок иностранной валюты в состоянии равновесия.

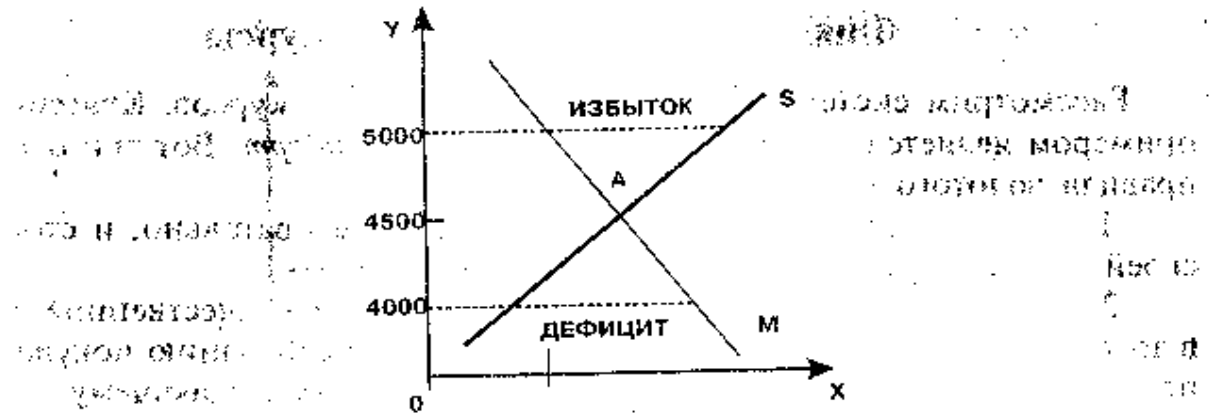


Рис.1. **Рынок иностранной валюты в состоянии равновесия**

По оси **Y** мы откладываем обменный курс или, другими словами, рублевую цену иностранной валюты, в данном случае американского доллара. Соответственно рост обменного курса на этом рисунке означает удешевление рубля и наоборот.

По оси **X** откладываем количество иностранной валюты. Но ее предложение **S** представляет собой общую стоимость экспортных доходов в рублях, а спрос **M** – общую стоимость импорта в рублях. При свободном плавающем валютный курс является той ценой, которая приводит валютный рынок в состояние равновесия (точка А). Если уровень внутренних и внешних цен остается постоянным, то в случае удешевления отечественной валюты падают цены на наши товары за границей, спрос на них растет, соответственно растут расходы на экспорт, а расходы на импорт сокращаются. Следовательно, понижение курса национальной валюты по отношению к валютам других стран выгодно экспортерам, а повышение – импортерам.

Предположим, что ВНП России растет. Это значит, что увеличивается уровень доходов населения и вместе с ним спрос на импорт. Тогда кривая **M** переместится в положение **M1**. В этом случае при первоначальном обменном курсе величина отечественного спроса на импорт окажется в точке **A1**. Но доходы от экспорта все еще соответствуют точке **A**. Разница между расходами на импорт и доходами от экспорта **AA1** представляет

собой излишек спроса на иностранную валюту. Если центральный банк не вмешивается, то валютный курс регулируется самостоятельно. Он вырастет, достигнув нового равновесия в точке **А2** (рис. 2).

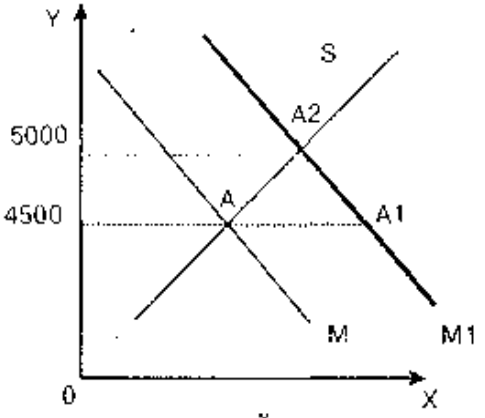


Рис. 2. Рынок иностранной валюты в состоянии равновесия

Фиксированные валютные курсы

Рассмотрим систему фиксированных валютных курсов. Классическим примером является так называемый *золотой стандарт*. Вот три основных правила золотого стандарта:

1. Государство фиксирует цену золота, а следовательно, и стоимость своей денежной единицы в золотом выражении.

2. Государство поддерживает конвертируемость отечественной валюты в золото. Другими словами, обязано по первому требованию покупать или продавать отечественную валюту за золото любому желающему.

3. Государство должно иметь запасы золота, равные по стоимости выпущенному в обращение количеству денег. То есть государство выпускает деньги только тогда, когда покупает золото, и уничтожает их, когда продает.

Вне сомнения, что последнее правило является основополагающим при системе золотого стандарта, так как его несоблюдение ведет к дефициту золота или денег (обычно золота, по вполне понятным причинам) и, следовательно, к гиперинфляции. Чтобы понять, как адаптируется платежный баланс в условиях золотого стандарта, предположим, что мир состоит из двух стран – Соединенных Штатов и Великобритании и хождение имеют валюты только этих стран: доллар и фунт стерлингов. В обеих этих странах действует золотой стандарт. Пусть валютный паритет будет равен 20,67 долл. за унцию золота в Соединенных Штатах и 4,25 фунта за унцию золота в Великобритании. Из этого следует, что валютный курс доллара к фунту равен 4,86 долл. за фунт.

Теперь представим, что в США произошло увеличение расходов на импорт (рис. 3). Прямая **М**, как и в случае свободного плавающего курса, переместится в положение **М1**. Образуется дефицит платежного баланса **АА1**. Только теперь курс не будет расти выше 4.86 долл. за фунт, потому что любой человек может купить золото в Соединенных Штатах по 20,67

долл. за унцию и продать его в Англии по 4,25 фунта стерлингов за унцию, что и делают импортеры. Со временем объем золота и, соответственно, денежная масса в США уменьшаются, а в Великобритании, наоборот, увеличиваются, так как английскому центральному банку требуется напечатать дополнительное количество фунтов стерлингов, чтобы купить золото у американских импортеров.

В ответ на сокращение денежной массы в США расходы, включая расходы на импорт, тоже сокращаются. Это заставляет кривую **M1** постепенно сдвигаться влево. В то же время в Великобритании в связи с увеличением денежной массы расходы, включая и расходы на американский экспорт, растут. Следовательно, в США возрастает доход от экспорта. Прямая **X** начинает сдвигаться вправо, пока в точке **A2** не встретится с прямой **M**. В этот момент дефицит будет устранен и равновесие восстановится.

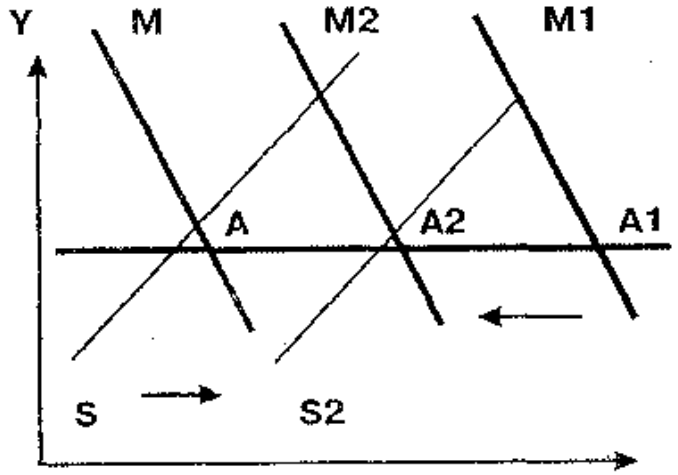


Рис. 3. **Увеличение расходов на импорт**

Таким образом, можно утверждать, что при золотом стандарте действует, хотя и не мгновенный, но тоже автоматический процесс регулирования. Однако необходимо обязательно следовать трем вышеперечисленным правилам.

В мировой экономике золотой стандарт действовал на протяжении большей части XIX и начала XX вв. Правда, он был не совсем идеальным потому, что на практике невозможно обеспечить соотношение золота и денег 1:1, но система все-таки действовала автоматически, до тех пор, пока поддерживалась конвертируемость валют. Однако во время мировых войн и финансовых кризисов она приостанавливалась. Например, денежная система США была формально связана с золотом вплоть до 1971 года, хотя американские граждане потеряли право обращать деньги в золото еще в 1934 году.

Так как поддерживать золотой стандарт становилось все труднее и труднее, в 50-е годы нашего столетия был введен ***долларовый стандарт***, при котором страны фиксировали стоимость своих валют в долларах. Они должны были хранить определенный резерв долларов и в меньшей степе-

ни золота, который мог быть использован для удовлетворения спроса на иностранную валюту. При долларовом стандарте центральные банки, не будучи связанными строгими правилами, изменяли денежную массу, чтобы оказывать влияние на безработицу и инфляцию.

В качестве промежуточной цели экономической политики изменения обменного валютного курса могут служить средством управления и манипулирования совокупным спросом, во многом аналогично тому, как служат этим целям изменение количества денег, находящихся в обращении, или структуры и объема государственных закупок. Если какое-либо правительство намеренно и целенаправленно уменьшает курс валюты своей страны, рассматриваемый в этот момент как промежуточная цель экономической политики, позволяя ей обесцениваться относительно других иностранных валют, говорят, что правительство проводит девальвацию своей валюты.

Девальвация призвана стимулировать совокупный спрос таким же образом, как это происходит при обесценивании валюты, вызванном рыночной стихией и рыночными силами. Если какое-либо правительство намерено повысить обменный валютный курс, позволяя увеличить стоимость этой валюты относительно других, говорят, что правительство проводит ревальвацию своей валюты. Ревальвация валюты будет ограничивать совокупный спрос равным образом, как его сдерживает повышение стоимости валюты под воздействием рыночных сил, расходящихся вне сферы контроля со стороны правительственных органов. Такие экономические параметры, как реальные нормы процента и темпы экономического роста, способны моментально изменить текущий обменный валютный курс.

Правительство может манипулировать обменным валютным курсом, покупая или продавая доллары на внешних валютных рынках. Возьмем в качестве примера финансовую систему Соединенных Штатов Америки как одну из наиболее стабильных и развитых. Интервенция на внешних валютных рынках проводится под руководством Управляющего зарубежными операциями Федерального резервного банка Нью-Йорка, под надзором Федерального Комитета Открытого Рынка. Государственное Казначейство играет ведущую роль в определении характера действий и времени валютной интервенции, которая воплощается в практическую жизнь ФРС.

Девальвация доллара. Предположим, что Государственное Казначейство США задумало девальвировать доллар относительно французского франка. Чтобы осуществить продажу долларов, ФРС свяжется с дилером, специализирующимся на торговле иностранной валютой, предлагая сделку по приобретению франков. На эти франки ФРС приобретает приносящие прибыль в виде процентов активы, деноминированные во франках, которые Казначейство добавляет к тем нескольким миллиардам долларов активов, деноминированных в иностранных валютах, которые ФРС обычно имеет на своем платежном балансе.

ФРС расплачивается за приобретенные иностранные девизы, выраженные во франках, посредством телеграфного перевода в банк дилера. Таким образом, ФРС обменивает денежные обязательства, выраженные в долларах, на активы, деноминированные во франках. В платежном балан-

се США по внешнеторговым операциям такое мероприятие будет представлено как рост резервных активов федерального правительства США.

Ревальвация доллара. Пусть Государственное Казначейство США вознамерилось ревальвировать доллар – то есть потребовать от ФРС активно скупать доллары на внешних валютных рынках вместо того, чтобы продавать их. Процесс ревальвации асимметричен процессу девальвации, с той лишь разницей, что при девальвации доллара ФРС может обеспечить его неограниченное предложение, поскольку ФРС может произвести любое потребное количество долларов одним росчерком пера, а в случае ревальвации доллара сопутствующая этому продажа иностранной валюты должна опираться на какой-либо ее источник. Где же его искать?

Во-первых, можно понизить уровень активов, размещенных в иностранных девизах. Если ФРС компенсирует иррегулярные продажи иностранной валюты соответствующими закупками ее в других случаях, вполне возможно создать для этих целей достаточный резервный запас иностранной валюты.

Если резервы иностранной валюты исчерпываются, ФРС может обратиться к другим источникам. Один из них – так называемое «своп» – соглашение с каким-либо иностранным центральным эмиссионным банком. В своей сути «своп»-соглашение – это взаимный межгосударственный краткосрочный кредит, предусматривающий закупку иностранной валюты на рынке кассовых операций с последующим в некоем оговоренном будущем ее обратным выкупом на рынке срочных сделок.

Другой способ изыскания недостающих средств состоит в продаже ценных бумаг, размещенных в иностранных валютах. Альтернативой этому может служить продажа специальных прав заимствования (СПЗ) – особого вида синтетической международной валюты, выпускаемой Международным Валютным фондом с 1970 г. и используемой лишь в операциях между центральными банками держав, входящих в МВФ. В период активной защиты курса доллара ФРС приходилось прибегать одновременно к нескольким вышеописанным мероприятиям.

Переход к управляемому плавающему валютному курсу

С 1973 г. мировая валютная система, отказавшись от фиксированных валютных курсов, перешла к управляемому плавающему валютному курсу, то есть системе гибких валютных курсов с ограниченным вмешательством государства.

Одним из важнейших факторов этой системы является теория ***паритета покупательной способности***, которая утверждает, что валютный курс всегда меняется ровно настолько, насколько это необходимо для того, чтобы компенсировать разницу в динамике уровня цен в разных странах. А паритет есть результат сопоставления количества тех благ, которые можно приобрести на национальных рынках стран, чьи валюты сравниваются.

На примере это можно показать так. Сравним потребительские корзины США и России. Если, скажем, в России такая корзина стоит 450000 рублей, а в США 100 долларов, то, поделив 450 тыс. руб. на 100 долла-

ров, получим, что цена 1 доллара должна быть равна 4500 рублей. Теперь ясно, что если, предположим, в России цены вырастут в 3 раза, а в США останутся неизменными, то при прочих равных условиях обменный курс доллара к рублю утроится.

Мировая практика показывает, что теория ППС лучше действует в долгосрочном периоде, чем при месячном или годовом анализе, потому что этот способ дает только приблизительную величину для установления валютных курсов, так как последние могут колебаться под влиянием необозримого множества причин, далеко отклоняясь от паритета покупательной способности.

Среди краткосрочных факторов наиболее значительны для динамики валютных курсов переливы капитала. Капитал бежит из той страны, где наметилась тенденция к удешевлению национальной валюты, и устремляется туда, где есть надежда на ее удорожание.

Вмешательство государства в систему валютных курсов

В условиях гибких валютных курсов государство, в лице центральных банков, также проводит интервенции на валютных рынках, как и при системе фиксированных курсов (собственно отсюда и взялось название *управляемый плавающий курс*).

Центральный банк продает или покупает валюту, чтобы влиять на ее курс (см. выше) или покрывает разницу между спросом и предложением, чтобы оставить его на прежнем уровне. Это методы прямого воздействия. Однако когда отток капитала становится очень большим, валютные резервы центрального банка, в случае его стремления поддержать стабильный курс национальной валюты, быстро истощаются. Тогда ЦБ может применить косвенные меры воздействия на валютный курс, основными из которых являются изменение резервной нормы и учетной ставки.

Резервная норма — часть банковских депозитов, которые коммерческие банки не имеют права использовать для осуществления своих операций. Регулируя ее, государство увеличивает или уменьшает совокупную денежную массу в стране, что, в свою очередь, уменьшает или повышает валютный курс.

Пример. Предположим, что депозиты коммерческого банка составляют 100000 долларов, а центральный банк принял решение об увеличении резервной нормы с 20 до 40%. Выполняя решение Центробанка, коммерческий банк вынужден уменьшить кредитную эмиссию. Из 100000 долл., при норме 20%, коммерческий банк мог выдать ссуды на сумму 500000 долл. (так как расчеты показывают, что при резерве 20% каждый реальный доллар превращается в 5 "кредитных"). При резерве в 40% эмиссия кредитных денег сокращается в 2 раза. Кроме этого, увеличение резервной нормы заставит коммерческий банк сократить текущие счета и направить часть средств для увеличения резервов.

Это вызовет рост процентов по кредитам и, как следствие, уменьшение денежной массы в стране и увеличение курса национальной валюты.

ответственно, когда ЦБ снижает резервную норму – это увеличивает ежную массу и понижает курс национальной валюты.

Аналогично действует механизм изменения учетной ставки. Учетная вка – это процент по ссудам, которые центральный банк предоставт коммерческим банкам. Ее рост снижает желание коммерческих бан- получить кредиты и тем уменьшает денежное предложение в стране, понижение – увеличивает и то, и, соответственно, другое. Чтобы лучше нять, как государство влияет на валютный курс в условиях управляе- го флоатинга, рассмотрим, какие действия Центральный банк России едпринимает для укрепления позиций рубля на финансовом рынке.

Основное внимание участников российского финансового рынка на- равлено на наиболее ликвидные и наименее подверженные инфляции тивы, в первую очередь, на валюту. При отсутствии достойных альтер- тив вложения средств, как следствие, резко возросли объемы операций ММВБ, наметилась ярко выраженная тенденция ускоренного темпа ста курса доллара. Высокая доходность валютных операций привлекает сть финансовых ресурсов с рынка ГКО на валютные торги, что, в свою очередь, еще больше усугубляет позиции рубля. В этой ситуации руковод- ном Центрального банка России проведен ряд мер по укреплению ос- бевшей национальной валюты:

Паритет покупательной способности

Теория паритета покупательной способности утверждает, что обменный курс валют двух стран равняется отношению сложившихся в этих странах уровней валют. Покупательная способность отечественной валюты ражается на внутреннем уровне цен, т.е. денежной системы фиксированного набора товаров и услуг. Поэтому теория ППС предсказывает, что снижение покупательной способности отечественной денежной единицы (что проявляется в росте отечественного уровня цен) будет связано с ее пропорциональным обесцениванием на валютном рынке.

Для символического отображения теории ППС обозначим долларовую стоимость потребительской корзины в США как P_{us}, а стоимость той же корзины в Европе – как P_{euro}. Тогда, согласно теории ППС, курс доллара к евро должен равняться $E_{\$/euro} = P_{us} / P_{euro}$.

Если стоимость потребительской корзины составляет, к примеру, $200 в США и 160 евро в Европе, то теория ППС предсказывает, что курс доллара к евро составляет ($200 за корзину) = $1.25 за евро. Если уровень цен в США вырастет в три раза (до $600 за корзину), то же самое произойдет и с его долларовой ценой евро. При этом, согласно теории ППС, обменный курс составит $ 3.75 за евро ($600 за корзину / 160 за евро), преобразовав уравнение к следующему виду

$$P_{us} = E_{\$/euro} \cdot P_{euro}$$

Теория ППС утверждает, что уровни цен всех стран окажутся одинаковыми, если они будут измерены в одной и той же валюте.

Закон единой цены может быть применен и к международным рынкам. Он утверждает, что товары, являющиеся объектом международной торговли, не могут продаваться на разных рынках по разным ценам, ибо такое положение активизировало бы деятельность спекулянтов, что в конечном итоге привело бы к выравниванию цен. Следовательно, в долгосрочном периоде цены на товары, предназначенные для международного обмена, исчисленные в одной и той же валюте и очищенные от налогов и тарифов, должны быть одинаковыми. Этот закон получил название ***паритета покупательной способности (ППС).***

Согласно концепции ППС, в долгосрочном периоде реальный валютный курс должен оставаться неизменным. Поэтому номинальный валютный курс всегда изменяется ровно настолько, насколько это необходимо для того, чтобы компенсировать разницу в динамике уровня цен в разных странах. Если инфляция в данной стране превосходит темп инфляции за границей, то, при прочих равных условиях, национальная валюта будет иметь тенденцию к удешевлению.

Однако теория ППС не лишена недостатков, в частности, процесс выравнивания цен в разных странах затруднен тем, что не все товары и услуги вовлекаются в международную торговлю. Выравниванию цен могут также препятствовать наличие внешнеторговых барьеров, ограничение конвертируемости национальной валюты, контроль над движением капитала и т.п. Кроме этого, товары, являющиеся объектом международной торговли, не всегда полностью взаимозаменяемы для отдельных групп потребителей. Поэтому в действительности реальный валютный курс может колебаться, но его колебания будут небольшими или временными.

На основе теории ППС можно прогнозировать изменения номинального валютного курса в долгосрочном периоде, когда экономика находится на уровне потенциального выпуска и цены проявляют гибкость. Основываясь на предпосылке о неизменности реального валютного курса, номинальный валютный курс может быть представлен как относительный уровень цен на товары и услуги: $1/E \sim P' / P$.

Эмпирические данные подтверждают, что прогнозирование динамики номинального валютного курса на основе паритета покупательной способности дает реалистичные результаты в долгосрочном периоде. Однако в краткосрочном периоде теория ППС работает хуже, поскольку цены проявляют тенденцию к негибкости. Под влиянием краткосрочных факторов реальный валютный курс нередко демонстрирует значительные колебания.

К факторам, вызывающим краткосрочные колебания валютного курса, относятся изменение уровня совокупного выпуска в результате роста или падения совокупного спроса, различия в уровне процентных ставок в разных странах, состояние баланса текущих операций, ожидания экономических агентов относительно будущих изменений валютного курса, предвыборные кампании, степень политической стабильности и т.п.

Влиянием краткосрочных факторов на валютный курс объясняются отклонения от трендов, построенных на основе ППС. Кроме этого, влияние этих факторов не всегда однозначно, что значительно затрудняет прогнозирование валютных курсов на ближайшую перспективу.

Рассмотрим вопросы выбора надлежащего валютного режима — ме-

ханизма плавающего, регулируемого или фиксированного обменного курса применительно к отдельным странам в свете важных изменений, происшедших в мировой экономике за последние годы. К таким изменениям относится общее повышение мобильности капитала и резкое обратное движение капитала из развивающихся стран и стран с переходной экономикой. Обзор основан на недавнем исследовании МВФ, подготовленном Майклом Муссой, Полом Мэссоном, Александром Свободой, Эстебаном Ядресичем, Паоло Мауро и Эндрю Бергом и в настоящее время опубликованном как документ непериодической серии МВФ. Основной вывод заключается в том, что утверждение об отсутствии единого режима обменного курса, который был бы оптимальным для всех стран при любых обстоятельствах, сохраняет свою силу.

Государства-члены по-прежнему имеют возможность выбрать вид режима обменного курса, который наилучшим образом отвечает их потребностям, при том неизменном условии, что выбранный режим поддерживается вызывающими доверие мерами политики, соответствующими сделанному выбору. Приемлемость режима обменного курса и связанных с ним мер политики для той или иной страны обусловливается конкретными обстоятельствами. И хотя вследствие повышения мобильности капитала все большее число стран выбирает один из крайних вариантов диапазона курсовых режимов, а именно жестко фиксированный курс (или валютный союз) или свободно плавающий курс, вполне возможно, что во многих случаях промежуточные режимы остаются приемлемыми и жизнеспособными.

Режимы обменных курсов, принятые странами в современной международной валютно-финансовой системе, и сама эта система коренным образом отличаются от предусмотренных на совещании 1994 года в Бреттон-Вудсе, на котором были созданы МВФ и Всемирный банк. В рамках Бреттонвудской системы:

- Обменные курсы были фиксированными, но допускали возможность корректировки. Эта система была призвана предотвратить неоправданную изменчивость, которой, как считалось, характеризуются плавающие обменные курсы, и предупредить конкурентное понижение стоимости валют. При этом она обеспечивала достаточную гибкость для адаптации при существенном нарушении равновесия под международным контролем. Предполагалось, что потоки частного капитала будут играть достаточно ограниченную роль в финансировании платежных дисбалансов, а широкое использование механизмов контроля позволит предотвратить нестабильность таких потоков.
- Временное официальное финансирование платежных дисбалансов, в основном через МВФ, должно было сглаживать процесс стабилизации и не допускать негативного воздействия чрезмерно резкой корректировки дисбалансов по текущим операциям на торговые потоки, объем производства и занятость.

В рамках существующей системы обменные курсы основных валют (главным образом доллара США, евро и японской иены) изменяются под воздействием рыночных сил и характеризуются краткосрочной изменчивостью и иногда значительными среднесрочными колебаниями. Ре-

жимы плавающих курсов, определяемых рынком, применяются также в ряде средних промышленно развитых стран, тогда как в других странах, в том числе ряде стран Европы, не входящих в зону евро, приняты более жесткие валютные привязки. В развивающихся странах и странах с переходной экономикой применяется широкий спектр курсовых механизмов, причем многие, хотя и далеко не все, страны склоняются к выбору более гибких обменных курсов

Такое разнообразие режимов обменных курсов существует в среде, характеризующейся следующими признаками.

- Отчасти по соображениям эффективности, а также в связи с ограниченной действенностью механизмов контроля за капиталом промышленно развитые страны в общем отказались от таких механизмов, и процесс постепенной отмены этих механизмов идет также в странах с формирующимся рынком. Кроме того, революция в области телекоммуникаций и информационных технологий, которая резко снизила транзакционные издержки на финансовых рынках и способствовала дальнейшей либерализации и дерегулированию международных финансовых операций, ускорила рост международных потоков капитала и глобализацию финансовых рынков.
- Международные потоки частного капитала финансируют значительные дисбалансы текущих операций, однако очевидно то, что изменения этих потоков иногда являются причиной макроэкономических нарушений либо служат одним из наиболее существенных каналов распространения этих нарушений в международной системе.
- Развивающиеся страны и страны с переходной экономикой все в большей степени втягиваются в процесс интеграции мировой экономики как в области торговли товарами и услугами, так и в области финансовых операций.

Уроки последних кризисов в странах с формирующимся рынком заключаются в том, что в результате повышения мобильности капитала требования по поддержанию режимов валютной привязки в странах, тесно связанных с глобальными рынками капитала, значительно возросли. В этой связи представляется целесообразным использовать режимы, которые допускают значительную гибкость обменного курса, за исключением случаев, когда обменный курс жестко фиксирован посредством валютного управления, унификации с другой валютой или принятия другой валюты в качестве национальной денежной единицы (долларизации).

Представляется, что гибкие обменные курсы валют ведущих промышленно развитых стран, вероятно, останутся ключевой характеристикой системы. Введение евро в январе 1999 года стало началом нового этапа в развитии системы. Вместе с тем, полномочия Европейского центрального банка четко предусматривают направленность денежно-кредитной политики на решение внутренней задачи обеспечения стабильности цен, а не на обменный курс. В обстановке возрастающей интеграции рынков капитала многие средние промышленно развитые страны, а также развивающиеся страны и страны с переходной экономикой могут продолжать поддерживать плавающие курсы, определяемые рынком, хотя в более долгосрочном плане еще большее число стран может принять более же-

тские режимы валютной привязки. Таким образом, налицо следующие перспективы.

• Обменные курсы евро, иены и доллара, по-видимому, будут и в дальнейшем отличаться изменчивостью, причем программы по уменьшению изменчивости либо скорее всего не будут приняты, либо станут нецелесообразными, поскольку они не позволяют последовательно направлять денежно-кредитную политику на решение задач внутренней стабилизации.

• Ряд стран с переходной экономикой центральной и восточной части Европы, особенно те, которые готовятся вступить в Европейский союз, вероятно, со временем будут стремиться к установлению дисциплины экономической политики и созданию институциональных структур, необходимых для обеспечения возможности перехода (в конечном счете) на евро.

МВФ продолжает придерживаться принятого им подхода, в рамках которого государствам-членам разъясняются последствия принятия различных режимов обменных курсов, причем выбор режима оставляется на усмотрение каждой страны, и предоставляются рекомендации по вопросам экономической политики, соответствующие задаче поддержания выбранного режима.

Механизмы обменных курсов развивающихся стран и стран с переходной экономикой

В развивающихся странах и странах с переходной экономикой применяются самые разнообразные режимы обменных курсов — от очень жестких валютных привязок до относительно свободных плавающих курсов с многочисленными промежуточными вариантами. Это не вызовет удивления, если учесть широкое разнообразие экономических и финансовых условий в этих странах. Однако по мере адаптации этих стран к расширяющимся возможностям, связанным с активизацией их участия во все более интегрированной мировой экономике, а также с изменениями в их собственном экономическом положении, происходит сдвиг в направлении большей гибкости, что вызывается следующими причинами:

• Валовые потоки капитала в развивающиеся страны значительно возросли с начала 1980-х годов, что увеличило потенциал для крупных и внезапных обратных чистых потоков, затрудняющих поддержание привязанных курсов.

• В соответствии с тенденцией к глобализации многие развивающиеся страны в настоящее время ведут торговлю с широким кругом государств-партнеров. Страны, использующие режим одновалютной привязки, подвержены большим колебаниям курсов, складывающихся между ведущими валютами.

Недавние кризисы в странах с формирующимся рынком (от «текилового» кризиса 1994–1995 годов, первоначально возникшего в Мексике, до кризисов 1997–1999 годов в странах Азии, Бразилии и России) привели некоторых наблюдателей к заключению о том, что режимам курсовой привязки присуща уязвимость по отношению к кризисам и что стра-

ны с формирующимся рынком следует поощрять (в их собственных интересах и интересах международного сообщества) принимать режимы плавающих курсов. При рассмотрении этого заключения важно подчеркнуть одно существенное обстоятельство: хотя недавние кризисы прямо и негативно отразились на многих странах с формирующимся рынком, имеющих связи с глобальными финансовыми рынками, они лишь косвенно затронули (через изменения в мировых ценах на сырьевые товары и торговых потоках) большинство развивающихся стран и стран с переходной экономикой. При этом проблемы большинства затронутых кризисом стран, разумеется, коренились не в относительно фиксированном характере их обменных курсов, а в других факторах. В частности, Россия и Бразилия испытывали серьезные проблемы в налогово-бюджетной сфере, а затронутые кризисом страны Азии имели слабый финансовый сектор и сектор корпораций.

Целесообразность принятия отдельной страной режима валютной привязки в той или иной форме определяется, по-видимому, такими условиями, как:

- низкая степень участия в деятельности международных рынков капитала;
- высокая доля торговли со страной, к валюте которой осуществляется привязка;
- экономические шоки, которым подвергается данная страна, аналогичны шокам, которым подвергается страна, к валюте которой осуществляется привязка;
- готовность страны отказаться от независимости в денежно-кредитной политике в обмен на пользующуюся доверием денежно-кредитную политику своего партнера;
- экономика и финансовая система страны уже существенно зависят от валюты государства-партнера;
- в связи с унаследованной высокой инфляцией представляется привлекательной стабилизация, основанная на обменном курсе;
- налогово-бюджетная политика носит гибкий и устойчивый характер;
- рынки труда носят гибкий характер;
- страна имеет крупные международные резервы.

В соответствии с этими критериями одну группу стран для которых режимы валютной привязки по-прежнему представляются обоснованными, составляют малые страны с одним доминирующим торговым партнером, который проводит достаточно стабильную денежно-кредитную политику. В эту группу входят малые островные страны Карибского бассейна и Тихоокеанского региона, а также государства зоны франка КФА. Обычно таким странам практически нет смысла нести издержки, связанные с попыткой проведения независимой денежно-кредитной политики.

Некоторые важные региональные группы стран с формирующимся рынком (включая страны АСЕАН и МЕРКОСУР) характеризуются как разветвленными связями с промышленно развитыми странами, так и значительным объемом внутрирегиональной торговли. Проблема, стоящая перед странами этой группы, заключается в том, что значительные ко-

лебания обменных курсов внутри группы, а также по отношению к валютам промышленно развитых стран могут иметь дестабилизирующие последствия.

Один из способов решения этой проблемы — рассмотреть вопрос об использовании той или иной формы регионального денежно-кредитного и курсового механизма. Однако в настоящее время ни одна из этих групп не располагает ни институциональными структурами, ни политическим консенсусом, необходимыми для региональной экономической интеграции, в том числе применительно к денежно-кредитной и курсовой политике; для формирования такой структуры и такого консенсуса в Европе потребовалось много лет. В более краткосрочном плане, возможно, целесообразны менее формальные механизмы координации курсовой политики.

До последнего кризиса координация курсовой политики между странами АСЕАН фактически осуществлялась с помощью мер политики отдельных стран, направленных на ограничение колебаний обменных курсов по отношению к доллару США. Аналогичным образом, в странах МЕРКОСУР до принятия в начале 1999 года плавающего режима бразильского реала его колебания по отношению к аргентинскому песо ограничивались соответствующими мерами политики, регулирующими обменные курсы по отношению к доллару США.

Режимы курсовой привязки предполагают принятие директивными органами явного или неявного обязательства по ограничению диапазона колебаний обменного курса до величины, которая обеспечивает значимый номинальный якорь для ожиданий частного сектора относительно динамики обменного курса и необходимой поддержки денежно-кредитной политики. Наиболее жесткой формой режима курсовой привязки является механизм валютного управления, в рамках которого денежно-кредитная политика полностью подчинена режиму обменного курса. Такой механизм не оставляет возможности для корректировки реального обменного курса путем внесения изменений в номинальный обменный курс. Соответственно, адаптация к изменяющимся условиям должна осуществляться другими средствами, в том числе путем регулирования внутренних цен и затрат, а также уровня экономической активности и занятости.

При всех режимах обменных курсов, за исключением абсолютно свободно плавающего курса, заслуживают внимания вспомогательные меры политики, воздействующие на валютный рынок посредством официальной интервенции и механизмов контроля. Ключевым моментом здесь является то, что невмешательство в динамику обменного курса, как правило, оказывается нежелательным. Если валютный рынок отличается неактивностью и на нем доминирует относительно небольшое число участников, есть вероятность того, что при отсутствии руководства и поддержки со стороны официальных органов обменный курс будет неустойчивым.

Эта проблема усугубляется в том случае, когда в стране нет длительной практики проведения устойчивой денежно-кредитной политики, которая могла бы послужить надежным ориентиром для ожиданий рынка. Таким образом, на практике даже развивающиеся страны и страны с переходной экономикой, которые придерживаются относительно гибких

режимов обменных курсов, обычно используют и денежно-кредитную политику, и официальную интервенцию для воздействия на обменный курс. Как правило, интервенция оказывается более эффективной в странах, имеющих ограниченный доступ к международным рынкам капитала, в связи с чем официальные органы имеют больше возможностей воздействовать на конъюнктуру валютного рынка посредством прямых покупок или продаж иностранной валюты.

Рекомендации МВФ в отношении курсовой политики

В последние годы некоторые наблюдатели критиковали МВФ за необоснованное предпочтение фиксированным обменным курсам, другие — за то, что МВФ, как представлялось, демонстрировал неумеренное пристрастие к девальвации валюты, а третьи — за кажущееся отсутствие принципов, определяющих его рекомендации в отношении режимов обменных курсов.

Подход, обычно используемый МВФ, заключается в том, чтобы разъяснять государствам-членам последствия принятия различных режимов обменных курсов, причем выбор режима остается на усмотрение каждого государства-члена, и приводить свои общие рекомендации по экономической политике в соответствие с выбранным режимом в каждом конкретном случае. Обсуждение надлежащей курсовой политики и курсового режима, а также вопросов, связанных с валютными ограничениями, могут занимать важное, а иногда и центральное место в ходе переговоров по программам и обсуждений в рамках надзора. Однако если страна выбрала тот или иной курсовой режим, подход МВФ заключается в том, чтобы предлагать такие рекомендации по экономической политике, которые соответствуют решению задачи поддержания выбранного режима и других задач экономической политики.

Принятие страной того или иного курсового режима не означает, что МВФ не может предоставлять властям оценку соответствия (в широком плане) существующего курсового режима целям внешней и внутренней политики данной страны, а также рекомендовать изменения в экономической политике, которые могут потребоваться для обеспечения такого соответствия. Действительно, поскольку предоставление таких рекомендаций является одной из основных обязанностей МВФ, он уделяет внимание долгосрочной приемлемости курсовой политики, проводимой в странах, руководство которых обязалось придерживаться определенной траектории обменного курса, а также возможности перекосов обменных курсов в странах, которые приняли режим плавающего обменного курса. В последние годы в дополнение к традиционным показателям развития внутреннего и внешнего сектора, таким, как бюджетный дефицит, темпы роста кредитно-денежной сферы или внутреннего кредита, реальный обменный курс, международные резервы и текущие операции, все больше внимания уделяется показателям по финансовому сектору и операциям с капиталом.

Что касается поддерживаемых МВФ программ, Фонд предоставляет кредиты стране, придерживающейся механизма валютной привязки или

какого-либо иного курсового механизма только в том случае, если проведенная оценка подтвердила приемлемость такой политики в долгосрочном плане с учетом проведения соответствующих программ, хотя были случаи, когда от валютных привязок впоследствии пришлось отказаться, что обычно было связано со сбоями в проведении экономической политики.

Механизмы валютного управления

Механизмы валютного управления представляют собой наиболее жесткую форму курсовой привязки, за исключением валютного союза и прямой долларизации. На валютное управление возлагается обязательство выпускать и погашать свои денежные обязательства по фиксированному обменному курсу, что означает необходимость держать валютные резервы в сумме, не меньшей, чем его совокупные денежные обязательства. Более того, это единственные условия, на которых валютное управление может совершать обменные операции со своими денежными обязательствами; другими словами, валютное управление, в своей чистой форме, не может предоставлять кредит. При таких условиях даже краткосрочные процентные ставки становятся полностью независимыми от действий внутренних органов денежно-кредитного регулирования: рыночный арбитраж предполагает, что процентные ставки тесно связаны со ставками в той валюте, которая используется в качестве якоря.

Ключевыми условиями успешного функционирования валютного управления, помимо обычных условий, считающихся желательными для режима фиксированного обменного курса, являются следующие: надежная банковская система, поскольку органы денежно-кредитного регулирования не могут предоставлять кредиты банкам, испытывающим финансовые затруднения; а также пруденциальная налогово-бюджетная политика, так как центральному банку запрещается предоставлять кредиты правительству.

Одним из преимуществ такой системы является то, что она вызывает доверие к режиму экономической политики. Такое доверие является следствием высоких политических издержек, связанных с изменением обменного курса. В прошлом механизмы валютного управления часто применялись малыми странами с открытой экономикой, стремящимися понизить темпы инфляции; опыт показывает, что они могут способствовать дезинфляции и в более крупных странах.

К числу издержек, связанных с такой системой, относится отсутствие у центрального банка возможностей для проведения денежно-кредитных операций в целях уменьшения изменчивости процентных ставок в наиболее краткосрочном плане, а также отсутствие кредитора последней инстанции. Действительно, в странах, использующих этот механизм, имели место серьезные нарушения в банковской сфере, что вынудило некоторых из них ввести ограниченные механизмы кредитора последней инстанции. Наконец, отсутствие внутреннего кредита центрального банка означает, что эмиссионный доход при этой системе ниже, чем при обычной валютной привязке.

Основные различия между валютным управлением и прямой доллари-

зацией заключаются в том, что в первом случае страна сохраняет свою национальную валюту и, следовательно, эмиссионный доход, тогда как во втором случае эмиссионный доход получает страна, валюта которой используется в качестве якоря, если не существуют никакие специальные договоренности; долларизация же представляет собой еще более полный отказ от суверенитета.

1.3. Международная монетарная система

Мировая валютная система (МВС) является исторически сложившейся формой организации международных денежных отношений, закрепленной межгосударственными договоренностями. МВС представляет собой совокупность способов, инструментов и межгосударственных органов, с помощью которых осуществляется платежно-расчетный оборот в рамках мирового хозяйства. Ее возникновение и последующая эволюция отражают объективное развитие процессов интернационализации капитала, требующих адекватных условий в международной денежной сфере.

Исторически сначала возникли национальные валютные системы, закрепленные национальным законодательством с учетом норм международного права. Национальная валютная система является составной частью денежной системы страны, хотя она относительно самостоятельна и выходит за национальные границы. Ее особенности определяются степенью развития и состоянием экономики и внешнеэкономических связей страны.

Национальная валютная система неразрывно связана с мировой валютной системой. Мировая валютная система сложилась к середине XIX века. Характер функционирования и стабильность мировой валютной системы зависят от степени соответствия ее принципов структуре мирового хозяйства, расстановке сил и интересам ведущих стран. При изменении данных условий возникает периодический кризис мировой валютной системы, который завершается ее крушением и созданием новой валютной системы (это ясно видно на примере того, как система «золотого стандарта» сменялась Бреттон-Вудской валютной системой и т.д.).

Хотя мировая валютная система преследует глобальные мирохозяйственные цели и имеет особый механизм функционирования, она тесно связана с национальными валютными системами. Эта связь осуществляется через национальные банки, обслуживающие внешнеэкономическую деятельность, и проявляется в межгосударственном валютном регулировании и координации валютной политики ведущих стран.

Взаимная связь национальных и мировой валютной систем не означает их тождества, поскольку различны их задачи, условия функционирования и регулирования, влияние на экономику отдельных стран и мировое хозяйство. Теория выбора режима валютного курса предполагает, что использование определённого механизма курсообразования налагает на правительство соответствующие ограничения при построении макроэкономической политики. При этом в каждом конкретном случае выбор режима валютного курса является компромиссом между доверием к про-

водимой политике и степенью свободы в применении набора макроэкономических инструментов для достижения поставленных целей.

Проблема, однако, заключается в том, что данные ограничения на действия правительства налагаются лишь теоретически. На практике же совокупность и характер стоящих перед странами макроэкономических проблем часто приводят к невозможности выполнения всех задаваемых условий, а следовательно, повышают уязвимость экономики по отношению к некоторым вариантам развития событий.

Дополнительными препятствиями проведению последовательной макроэкономической политики являются существование феномена политического цикла и предпочтение правительством краткосрочных выгод в ущерб долгосрочным.

Для переходной экономики, характеризующейся существованием таких проблем, как неустойчивый экономический рост, сложное финансовое состояние реального сектора и банковской сферы, высокая инфляция, безработица и внешний долг, проблема компромисса между доверием и гибкостью является ещё более сложной.

Столкнувшись в конце XX века с чередой валютно-финансовых кризисов, экономисты стали склоняться к выводу, что использование промежуточных режимов валютного курса является ошибкой, так как задаваемые в их рамках целевые зоны колебаний курсов становятся своего рода мишенью для атак международных и отечественных спекулянтов. А поскольку среди многих ведущих экономистов и международных финансовых организаций доминирует точка зрения о полезности открытости страны потокам капитала, то проблема предотвращения или, по крайней мере, снижения вероятности валютно-финансовых кризисов была перенесена в плоскость выбора адекватного крайнего режима валютного курса — валютного совета или плавания.

Политика валютного комитета на протяжении последнего десятилетия признавалась многими отечественными и зарубежными экономистами панацеей в решении проблемы выбора оптимального режима обменного курса. Однако коллапс этой политики в декабре 2001 г. в Аргентине, приведший к человеческим жертвам, заставил многие страны пересмотреть возможность введения механизма валютного совета в ближайшем будущем.

Примеры мирового опыта свидетельствуют о том, что выбор валютного режима для стран, интегрирующихся в экономические образования, может пасть на механизм валютного совета, что фактически и произошло в Эстонии, Литве и Болгарии (номинанты для вступления в ЕС). Экономическая сущность механизма валютного совета характеризуется следующими основными особенностями: жёсткая фиксация национальной валюты к иностранной; автоматическая конвертируемость, то есть постоянно обеспеченная возможность в любой момент обменять местную валюту на резервную по фиксированному курсу; наличие достаточного объёма иностранной валюты, который, по меньшей мере, не уступал бы стоимостной оценке денежно-кредитных обязательств, для выполнения предыдущего условия (обычно 105-110% покрытия национальной денежной массы на случай внезапных потрясений, связанных с падением цен активов,

составляющих резервы); запрет на операции центрального банка на открытом рынке, а при жёсткой фиксации курса ограничиваются и его возможности оперировать косвенными инструментами (маневрировать процентными ставками) и в целом выполнять свои регулирующие функции; достижение разумного оздоровления финансовой системы, готовность допустить банкротство слабых банков; принятие долгосрочного обязательства проводить указанную политику, которое должно быть оформлено в виде закона или упомянуто в банковском кодексе, для того чтобы защитить рассматриваемый режим от угрозы политического вмешательства.

Для решения всех поставленных задач возникает первостепенная необходимость определения резервной валюты для РБ, выбор которой зависит от трёх факторов. Преимущественное предпочтение отдаётся валютам стран большой семёрки как наиболее стабильным, с развитыми финансовыми рынками и широким разнообразием финансовых инструментов. Кроме этого, необходимо учитывать направление торговых потоков, валюту экспортно-импортных операций, а также валюту внешнего долга. Последним аспектом является степень долларизации экономики как аргумент в пользу выбора доллара США.

По совокупности факторов перед РБ лежит выбор между тремя валютами: доллар США – по причине высокой долларизации экономики и в расчётах по внешним операциям, немецкая марка – Германия главный торговый партнёр из стран дальнего зарубежья (0,07% от объёма внешних сделок в 1999 г.), российский рубль – РФ основной торговый партнёр среди всех стран (62% в 2000 г.) и партнёр по валютно-экономической интеграции. Приоритет концентрации торговли играл решающую роль при выборе резервной валюты во многих странах с валютным управлением. Так, внешнеэкономические отношения Эстонии с Германией составляли около 70% к другим странам в 1999 г. Литва использует американский доллар, однако идут переговоры на высшем уровне о переориентации на евро по причине роста объёма торговых связей со странами ЕС (только с Германией удельный вес составил половину от всей суммы торгового баланса). Таким образом, использование российского рубля в качестве резервной валюты, опираясь на этот индикатор, видится оптимальным. С другой стороны, валютную политику России нельзя назвать идеальной, да и по поводу конвертируемости российского рубля возникают сомнения. К тому же номинальная привязка к курсу российского рубля реально может означать фиксацию к доллару США, который обеспечивает устойчивость валюты РФ на внутреннем национальном рынке.

Использование же американского доллара представляется затруднительным по причине недостаточного количества валютных резервов национального банка для покрытия рублёвой денежной массы. Выходом из сложившейся ситуации может стать параллельная фиксация как к доллару, так и к российскому рублю, что фактически и проводится монетарными властями. Альтернативой является номинальная декларация россий-

ского рубля в качестве резервной валюты, в то время как реальный механизм фиксации будет проводиться с учётом кросс-курсов двух валют к доллару США и взаимной рыночной котировки на валютных рынках. Главным преимуществом реализации механизма валютного совета для РБ, что подтверждается примерами мирового опыта, станет достижение стабильности цен в средне- и долгосрочном периоде. Ещё одним преимуществом реализации механизма валютного совета в РБ станет отмена практики "банкир–клиент" между Национальным банком и правительством, тем самым прекратится кредитная эмиссия в некоторые отрасли экономики.

Краткие выводы:

Взаимосвязи любой страны с остальным миром учитываются в платежном балансе страны.

В этом документе отражаются международные потоки товаров и услуг, с одной стороны, и международные потоки средств для накопления капитала – с другой.

Равновесный обменный курс устанавливается в результате уравновешивания спроса и предложения по инвалюте. *Динамическое равновесие* на валютном рынке характеризуется флуктуациями обменного курса во времени. Так, курсы валют развитых стран после введения режима «плавания» движутся в режиме ***среднесрочных циклов,*** отражающих саморегуляцию рынка. Форексная динамика на развивающемся рынке характеризовалась постоянной *повышательной* тенденцией и отсутствием выраженных циклов.

Форексный курс структурируется по различным признакам. *Спот-курс* – это соотношение курсов обмена валют на условиях немедленной поставки. *Форвардный курс* –это соотношение курсов обмена валют, поставляемых в будущем. Котировки между двумя валютами, рассчитанные с использованием их курсов против третьей валюты, называют кросс-курсами. Арбитраж на разнице между прямыми и перекрестными котировками – это тройственный кросс-курсовой арбитраж. (Форвардные валютные рынки используют для хеджирования обменных рисков, арбитража).

Детерминанты обменного курса включают сравнительную инфляцию, сравнительные ставки процента (доходность по акциям), сравнительные доходы (темпы экономического роста), репутацию центрального банка, рыночные ожидания на валютном рынке. Курс валюты находится в *обратной* зависимости от *сравнительной инфляции* в стране. Большая *номинальная* ставка в некоторой стране повышает курс ее валюты *краткосрочно,* но, наоборот, понижает его *долгосрочно,* свидетельствуя о больших инфляционных ожиданиях относительно заграницы. Больший *реальный* процент в некоторой стране, свидетельствуя о большей доходности инвестиций в ней, увеличивает курс ее валюты. Чем выше экономический рост в некой стране, тем выше рост доходов в ней сравнительно с заграницей. Курс ее валюты находится в *обратной* зависимости от темпа роста сравнительных доходов *краткосрочно* и в *прямой* зависимости *долгосрочно.*

Если рынок верит, что *власти* способны стабилизировать денежное обращение, то он расценит валюту страны как перспективную, поскольку сильная политика ограничит инфляцию, усилит экономический рост, привлечет в страну капитал. Если такая уверенность отсутствует, то валюту оценят как слабую. Рыночные ожидания отражают оценку всех перечисленных факторов курса валюты участниками рынка. *Психология* рынка формируется на базе соотношения между ожидавшимися и реализованными уровнями экономических индикаторов, корректируя валютные котировки.

Интервальный и моментный уровни спроса и предложения валюты отражаются в платежном и расчетном балансах страны. *Платежный баланс* включает торговый, текущий, капитальный балансы, отражающие спрос и предложение инвалюты для внешнеторговых, трансфертных, инвестиционных операций. В целом его *профицит* укрепляет, а *дефицит* ослабляет национальную валюту. Валюта стран нетто-кредиторов (в соответствии с *международной инвестиционной позицией* страны) укрепляется в тенденции, нетто-дебиторов, скорее, наоборот. Изменения официальных *золотовалютных резервов* отражают внешнеэкономические денежные потоки страны.

Контрольные вопросы:

1. Какова взаимосвязь между сравнительной инфляцией и валютным курсом? Покажите графически, как изменяется обменный курс при изменении сравнительных темпов инфляции.

2. Если национальная валюта дорожает, то какие продукты вы купили бы — отечественные или импортные? Что более выгодно отечественным компаниям — периоды силы или слабости национальной валюты?

3. Проследите на примере выбранной страны зависимость валютного курса от темпов реального экономического роста и уровня доходов (зарплаты, прибыли, ставок процента). Объясните (с позиций теории детерминантов обменного курса) связь курса рубля с мировой ценой нефти.

4. Какова роль центральных банков в процессе формирования валютных курсов? ЦБР купил 100 млн долл. на рынке для поддержания курса доллара относительно рубля. Каковы вероятные последствия этих валютных интервенций для российской экономики?

5. Прокомментируйте утверждение: «Потери Центробанка возникают в результате валютных интервенций для поддержания валютного курса в условиях, когда рыночное равновесие изменилось. Некоторое время Центробанку удается поддержать курс, но рыночные силы все равно приводят к его переоценке, Центробанк вынужден подсчитывать убытки».

6. Что такое рыночные ожидания и настроения (психология) рынка? Каким образом они воздействуют на обменный курс?

7. Если обменные курсы не следуют случайной траектории, то могут существовать неиспользованные возможности для получения прибыли на

рынке. Является ли это утверждение истинным, ложным или неопределенным? Объясните.

8. Будет ли стоимость рубля увеличиваться, уменьшаться, оставаться неизменной против евро (при условии неизменности других факторов), если: а) темп роста национального дохода выше в России, чем в Европе; б) инфляция выше в России, чем в Европе; в) цены в России и Европе растут одинаковыми темпами; г) реальные ставки процента выше в России, чем в Европе; д) Россия вводит ограничения на покупки российских компаний и недвижимости иностранцами; е) зарплата в России возросла относительно зарплаты в Европе, тогда как производительность в России упала в сравнении с Европой.

9. Опишите взаимосвязь платежного, расчетного балансов и валютного курса. При плавающих валютных курсах каковы последствия дефицитности платежного баланса для капитального и общего баланса платежей?

Литература:

1. *Котелкин С.В.* Международная финансовая система: Учебник. М.: Экономистъ, 2004. Глава 1. Международная валютная система; Глава 2. Обменный курс валюты; Раздел II. Международные валютные рынки.

2. *Суэтин А.А.* Международный финансовый рынок: Учебное пособие. М.: КНОРУС, 2004.

3. *Кругман П., Обстфельд М.* Международная экономика: Теория и политика. М.: ЮНИТИ, 1997. Ч. III. Валютные курсы и макроэкономика открытой экономики; гл. 19. Международная валютная система; гл. 21. Оптимальные валютные зоны и европейский опыт.

4. *Хэррис Дж.* Международные финансы: Пер. с англ. М.: ДеКа, 1998.

5. *Федякина Л.* Международные финансы. Изд. «Питер», 2005. Раздел II. Международные финансовые рынки.

6. Валютно-финансовые операции в условиях экономической глобализации: международный опыт и российская практика. Вып. 3/Под ред. А.И. Евдокимова.

Глава 2. ФИНАНСОВЫЕ КРИЗИСЫ И НОВАЯ ФИНАНСОВАЯ АРХИТЕКТУРА

2.1. Классификация финансовых кризисов

Все более интегрируясь в мировую экономику, страны не могут не испытывать влияния внешних факторов. К серьезным последствиям может приводить даже неблагоприятная ситуация в отдельной соседней стране. Трудно ожидать, что нас не затронет важнейший экономический феномен конца XX столетия, потрясший мировую систему, — финансовый кризис.

Понятие финансового кризиса

Кризис [от гр. krisis — решение, поворотный пункт, исход] — опасное состояние, перелом[1].

Вообще происхождение кризисов изучено сравнительно недостаточно, в основном из-за того, что кризисы формально трудно моделировать. Существует несколько разрозненных моделей, в основном в области анализа платежного баланса и банковских проблем. Большинство работ по кризисам представляют собой скорее приведение исторических примеров, чем строгие причинно-следственные связи[2].

Финансовый кризис — глубокое расстройство государственной финансовой системы, сопровождаемое инфляцией, неустойчивостью курсов ценных бумаг, проявляющееся в резком несоответствии доходов бюджета их расходам, нестабильности и падении валютного курса национальной денежной единицы, взаимных неплатежах экономических субъектов, несоответствии денежной массы в обращении требованиям закона денежного обращения[3].

Несмотря на эту неформальность, большинство влиятельных ученых, таких, как Мински и Киндлбергер, настаивают на том, что существует общая модель кризиса и деление кризисных проблем на различные подгруппы является ошибкой. В частности, Киндлбергер остро критиковал мысль о том, что «род «кризисов» должен быть поделен на виды, называемые коммерческими, индустриальными, денежно-кредитными, банковскими, фискальными, финансовыми... и так далее». Они утверждают, что существует стандартная легенда кризиса, когда наивные инвесторы приходят на рынок каких-либо активов в уверенности, что они смогут выиграть от роста цен, и своими действиями усиливают этот рост; затем они все вместе обращаются в паническое бегство, когда цены стабилизируются или начинают снижаться, чем обуславливают крах цен. Этот крах после этого через различные каналы дестабилизирует макроэкономику.

Особого внимания в современном мире заслуживает вероятность того, что дестабилизирующие эффекты финансового кризиса застигнут нас врасплох, так как они распространяются по международным каналам. Часто говорят о том, что сегодняшние финансовые рынки интегрированы до беспрецедентной степени благодаря современным технологиям коммуникаций и обработки информации. Однако есть место для сомнения относительно этого утверждения: как международные товарные, так и меж-

ународные финансовые рынки были уже сильно интегрированы в конце девятнадцатого века, и не совсем понятно, какую экономическую разницу вносит сделка, совершаемая через компьютер за секунду, по сравнению с часом через телеграф. Тем не менее, совершенно ясно, что благодаря эффектам торговой либерализации, устранению контроля над капиталом и финансовой дерегуляции международные рынки сейчас более интегрированы, чем когда бы то ни было с начала 1930-х годов – наблюдение, которое может показаться зловещим[4].

2.2. Финансовые кризисы, их основные примеры и причины

Как минимум, необходимо различать два вида международных финансовых кризисов. Первый тип – валютный кризис – предполагает потерю доверия спекулянтов к национальной валюте, что приводит к бегству капитала. Или, говоря другими словами, несколько стран могут быть повержены валютными кризисами в то время, как остальной мир по-прежнему сохраняет как финансовую, так и макроэкономическую стабильность. Так как валютные кризисы часто ведут к введению контроля над капиталом, что мешает обслуживанию долгов в иностранной валюте, потеря доверия к национальной валюте часто сопровождается также крахом заимствований в иностранной валюте. С этим типом кризиса столкнулась Латинская Америка в 1982 году: результатом явилось возникновение бегства капитала одновременно с прекращением банковского кредитования в твердой валюте.

Валютные кризисы так же стары, как и сами валюты. Они происходили даже тогда, когда еще не существовали центральные банки, а в качестве главного платежного средства обращались банкноты, выпускавшиеся негосударственными банками. Валютный кризис имеет место тогда, когда происходит резкое падение стоимости национальной денежной единицы в результате потери доверия к ней фирм и населения. В мире, где существует не одна, а множество денежных единиц (валют), резкое падение обменного курса и истощение валютных резервов являются верными признаками кризиса.

Для целей настоящего исследования валютные кризисы удобно разделить на следующие четыре типа:

– самый простой, собственно валютный кризис, или кризис платежного баланса;

– кризис внешней государственной задолженности (финансовый), ведущий к валютному;

– кризис внешней задолженности частных заемщиков (банковский), который при определенных условиях тоже может вылиться в валютный;

– кризис внутреннего, т. е. номинированного в национальной валюте, долга (частного или государственного).

Кризис первого типа – фиксация курса валюты центральным банком или «грязное плавание» на уровне, противоречащем другим целям монетарной политики. Возможности поддержания фиксированного курса в такой ситуации определяются только величиной валютных резервов центрального банка. (Как правило, их хватает на несколько месяцев финансирования импорта и на несколько дней финансирования оттока капитала.)

Создание и хранение валютных резервов, конечно же, сопряжено с

Несмотря на неоднородность расползания как финансового кризиса, так и реального спада в 1929-1932 годы, события тех лет по-прежнему служат моделью международного распространения финансового кризиса.

Согласно данным табл. 1, наблюдалась явная зависимость фондовых рынков, хотя спад вне Северной Америки и был значительно меньше, чем в ее пределах. Так как большинство исследований отводят краху фондового рынка даже в США лишь вспомогательную роль в зарождении депрессии, в остальных странах тем более нельзя считать это основной причиной.

Многочисленные исследования Великой Депрессии особенно выделяют торговый мультипликатор, часто утверждая, что протекционизм сыграл решающую роль. Однако даже беглый взгляд на цифры ясно свидетельствует о том, что торговые связи не могли быть основным фактором Депрессии.

Таблица 2

Производство и торговля США за 1929-1932 годы
(млрд. долл. в ценах 1982 г.)

	1929 г.	1932 г.	Процент изменения
ВНП	709,6	509,2	-28,2
Экспорт	42,1	23,2	-44,9
Импорт	37,4	23,7	-36,6
Чистый экспорт	4,7	-0,5	

Источник: Department of Commerce. The National Income and Product Accounts of the United States, 1929-1982.

Исходя из данных табл. 2, можно выделить три момента. Во-первых, в 1929 г. в Соединенных Штатах была сравнительно закрытая экономика – импорт и экспорт составляли около 6 процентов ВНП. Так как Соединенные Штаты производили тогда не более 40 процентов валового продукта рыночных стран, экспорт США составлял менее 4 процентов мирового ВНП. Во-вторых, падение импорта США в реальных масштабах до 40 процентов – слишком мало, чтобы стать причиной наблюдаемого спада, даже учитывая действие мультипликатора. В-третьих, немногие заметили спад в 1929-1932 годах чистого экспорта в США, вследствие чего этот факт трудно примирить с гипотезой о том, что Соединенные Штаты экспортировали свою Депрессию через сокращение импорта. Все это говорит о том, что ударение должно быть сделано на третьем канале – денежных связях.

Практика показывает, что сделанное нами утверждение о том, что плавающие курсы помогают изолироваться от монетарных шоков, подтверждается. Две страны, которые отпустили свои валюты – Великобритания и Япония – перенесли кризис сравнительно легко по сравнению с теми странами, которые упорно защищали свои курсы – Франция и Германия[7].

Азиатский кризис

Симптомы неблагополучия на финансовых рынках Таиланда стали накапливаться еще с начала 1996 г. С конца февраля 1997 г. фондовые индексы устойчиво снижались и в других странах АСЕАН (Малайзия, Индонезия, Филиппины). В основе тенденции лежал отток с этих рынков денег иностранных портфельных инвесторов.

Курсы валют большинства стран АСЕАН были тем или иным образом «привязаны» к курсу доллара США. Чтобы защитить фиксированные курсы в условиях оттока средств нерезидентов, власти вынуждены были прибегнуть к массированным валютным интервенциям и резко повысить процентные ставки.

Быстрое уменьшение валютных резервов и рост процентных ставок сделали очевидной проблему краткосрочной валютной задолженности восточноазиатских стран (табл. 3).

Новая волна кризиса зародилась после того, как международные спекулянты сделали объектом своих атак валюту Гонконга — главного финансового центра всего восточноазиатского региона. 20-23 октября 1997 г. Гонконгский фондовый индекс Хан Сен снизился в общей сложности на 25%. Вслед за этим резкие колебания произошли на фондовых рынках всего мира: американский индекс Доу-Джонса снизился 28 октября на 7.2%, на бирже в Токио падение составило 4.3, а во Франкфурте-на-Майне — 4.2%.

Таблица 3

Внешняя задолженность стран Восточной Азии на конец июня 1997 г. (млрд. долл.)

Заемщик	Сроки погашения			Получатели				Всего
	до 2 лет	более 2 лет	без указания	банки	гос-сектор	небанковский частный сектор	без указания	
Индонезия	38.2	17.0	3.5	12.9	6.5	39.7	0.1	59.3
Малайзия	16.9	8.2	3.7	10.5	1.9	16.5	0.0	28.8
Филиппины	8.6	4.0	1.5	5.5	1.9	6.8	0.0	14.1
Таиланд	50.2	16.5	2.7	26.1	2.0	41.3	0.1	69.4
Южная Корея	74.3	16.4	12.7	67.9	4.4	31.7	0.1	104.1

Источник: "Financial Times", 30.1.1998.

В России котировки «голубых фишек» (наиболее ликвидных акций) снизились в конце октября на 20-30%. Кризис, таким образом, впервые вышел за границы Восточной Азии и стал глобальным.

В ноябре эпицентр кризиса достаточно неожиданно перемещается в Южную Корею, страну, экономически гораздо более развитую, чем государства АСЕАН. Это совпало по времени с кризисом фондового рынка в Гонконге. В результате паника началась и среди зарубежных инвесторов, вложивших деньги в Южной Корее (табл. 4).

Бум внутренних и внешних инвестиций сопровождался крупномасштабным импортом оборудования и сырья. В результате к середине 90-х

годов у стран АСЕАН сложились достаточно крупные негативные балансы по счету текущих операций.

Принципиальную схему развертывания кризиса можно представить следующим образом. Сначала происходит снижение фондовых индексов. Затем, по мере роста негативных настроений среди инвесторов, начинаются спекулятивные атаки на национальную валюту. Защита ее с помощью высоких процентных ставок обостряет проблему внешней задолженности. Издержки поддержания фиксированного курса, в конце концов, приводят к девальвации, что еще больше увеличивает стоимость обслуживания внешнего долга. Вслед за падением валютного курса падают фондовые индексы, теперь уже гораздо более высокими темпами. В дальнейшем падение курсов акций и валютного курса происходит по спиралевидной траектории: одно ускоряет другое.

Таблица 4

Макроэкономические показатели стран Восточной Азии (%)*

Страны и годы		Прирост ВВП	Инфляция	Баланс по текущим операциям в % к ВВП
Южная Корея	1996	7.1	49	-1.5
	1997	5.6	4.5	-2.0
	1998*	-1.4	12.5	8.4
Таиланд	1996	6.6	5.8	-7.8
	1997	-0.4	56	-1.9
	1998*	-3.6	14.5	7.1
Индонезия	1996	8.0	79	-34
	1997	46	6.6	-16
	1998*	-5.8	45.0	55
Малайзия	1996	86	35	-5.1
	1997	6.0	27	-5.3
	1998*	07	48	-23
Филиппины	1996	5.7	8.4	-5.0
	1997	5.2	5.1	-4.4
	1998*	1.2	9.1	-3.7

* — прогноз

Источник: «Financial Times», 27. IV. 1998.

По оценкам специалистов МВФ, причинами кризиса служат:

— неспособность правительств обуздать перегрев экономики;

— образование торговых дефицитов и «мыльных пузырей» на рынках капитальных активов;

— слишком ортодоксальный подход к фиксированным валютным курсам, который привел к неумеренным заимствованиям;

— слабый контроль за банковской системой.

В более широком плане глубинные причины кризиса связывают со слишком значительной ролью государства в восточноазиатских экономиках, со взаимопереплетением власти и крупного бизнеса. МВФ фактически утверждает, что восточноазиатские экономики в целом нездоровы и нуждаются в радикальных структурных реформах.

Поразительно, что это говорится о странах, еще недавно являвшихся

мировыми лидерами по экономическому росту, чьи достижения неоднократно ставились в пример другим развивающимся государствам. Но еще поразительнее, что даже непосредственно в предкризисный период макроэкономические показатели азиатских стран (за исключением сальдо по счету текущих операций) оставались в целом весьма неплохими.

Надо сказать, что до недавнего времени одним из достоинств азиатского «экономического чуда» считалось умение использовать иностранный капитал для целей национального развития. Остается предположить, что дело не только в торговом дефиците как таковом, но и в источниках его покрытия.

Таким образом, наибольшую нестабильность продемонстрировали именно те виды иностранных инвестиций, которые особенно поощрялись в последние годы в ходе финансовой либерализации. И, как уже отмечалось, именно отток портфельных инвестиций и кризис задолженности местных фирм иностранным банкам выступали в качестве «передаточных механизмов» при развитии азиатского финансового кризиса.

В итоге можно предположить, что фундаментальной причиной кризиса стало нарушение оптимального баланса между степенью внутренней либерализации экономик, с одной стороны, и степенью их открытости для краткосрочных иностранных инвестиций – с другой. Контроль за допуском в экономику иностранного спекулятивного капитала ослаблялся быстрее, чем позволяли объективные условия. И в конце концов, риски, связанные с нестабильностью краткосрочных инвестиций, стали перевешивать те макро- и микроэкономические преимущества, которые дает привлечение иностранных кредитов и портфельных инвестиций[9].

Российский кризис

Летом 1997 г. ситуация на финансовых рынках Юго-Восточной Азии начала обостряться, но это практически не сказывалось на российской экономике. Относительная политическая устойчивость в стране вместе с повышенной деловой активностью российских компаний и банков создавала благоприятное впечатление у западных инвесторов по поводу перспектив российской экономики.

Однако финансовая стабилизация и бурное развитие российских финансовых рынков происходили на фоне углубления фундаментальных экономических проблем: фискального кризиса, значительного ухудшения состояния платежного баланса и нарастания предпосылок усиления нестабильности экономической политики. Внушало серьезные опасения соотношение краткосрочных обязательств государства, находящихся у нерезидентов, и внешних резервов ЦБР, характеризующее курсовой риск при репатриации прибыли от вложений на российских финансовых рынках.

Начало кризиса (ноябрь-декабрь 1997 г.). 27 октября 1997 г. падение индекса Dow Jones Industrial Average достигло рекордной отметки 554 пункта. Эту дату можно считать началом развертывания финансового кризиса в России, разрушившего все достигнутые к 1997 г. макроэкономические результаты и повлекшего за собой смену курса экономических преобразований.

Неблагоприятные изменения в мировой конъюнктуре вызвали отток

капиталов с российских финансовых рынков. Наиболее быстро это отразилось на российском рынке акций. За неделю – с 27 октября по 2 ноября 1997 г. – фондовый индекс упал на 18,5%. В целом за ноябрь индекс РТС-1 опустился до значения 328,5, то есть падение котировок составило около 32%.

В результате ЦБР оказался перед выбором политики, соответствующей условиям финансового кризиса. ЦБР пришлось выбирать между плохими и очень плохими решениями. Первый вариант сводился к защите от атак на рубль путем увеличения процентных ставок на рынке государственных обязательств, что позволяло избежать потерь международных резервов. Второй вариант заключался в удержании процентных ставок на относительно низком уровне путем проведения операций на открытом рынке.

Таблица 5

Финансирование платежного баланса РФ за 1995—1997 годы, (млрд. долл.)

Показатели	Годы		
	1995	1996	1997
Счет текущих операций	7,9	12,1	7,3
Счет операций с капиталом и финансовыми инструментами	-11,2	-26,5	-29,2
Чистые ошибки и пропуски	-7,9	-8,1	-7,1
Общее сальдо платежного баланса	-11,1	-22,5	-33,0
Финансирование			
Изменение валютных резервов*	11,1	22,5	33,0
Перенесено и просрочено платежей	-10,4	2,8	-1,9
Использовано ссуд и займов	13,2	11,0	27,3
	8,3	8,7	7,6

Источник: Расчеты на основе платежных балансов России, ЦБ России.

К сожалению, в ноябре ЦБР придерживался второго варианта, пытаясь реализовать политику удержания процентных ставок за счет увеличения принадлежащего ему пакета ГКО.

Проведение такой политики ЦБР представляется нам серьезной ошибкой, которая в значительной мере предопределила дальнейшее развитие кризиса.

Одним из факторов, демонстрирующих неадекватную реакцию правительства на углубляющийся кризис, явилось отсутствие разработанной программы мер по сокращению государственных расходов и дефицита государственного бюджета.

Углубление кризиса (январь 1998 г.) и временная стабилизация (февраль-апрель 1998 г.). В конце 1997 – начале 1998 г. кризис в Юго-Восточной Азии стал нарастать. Это снова послужило причиной ухудшения положения на российских финансовых рынках.

В результате оттока портфельных инвестиций из России усилившееся давление на рубль обусловило в начале года быстрые темпы повышения официального обменного курса доллара США и рост форвардных котировок. Попытки ЦБР в январе ускорить темпы обесценения рубля привели к резкому увеличению процентных ставок на рынке ГКО. Рынок экстраполировал повышение темпов роста курса и реагировал на это увеличением процентных ставок, компенсирующим снижение доходности, исчисленной в валюте. Такая реакция рынка подтверждает высказанные выше соображения о том, что проведение девальвации в условиях кризиса доверия при коротком государственном долге, высокой доле нерезидентов на этом рынке, низком уровне валютных резервов является труднореализуемым решением.

В феврале-апреле 1998 г. на рынках наступил период относительной стабилизации. Произошел также ряд дополнительных событий, послуживших позитивными сигналами для инвесторов

2.3. Понятие и сущность «новой финансовой архитектуры»

Понятие финансовой архитектуры охватывает различные учреждения, рынки и те практические меры, которые применяют правительства, предприниматели и отдельные лица при осуществлении экономической и финансовой деятельности. По оценке МВФ, построение прочной и стабильной международной финансовой системы сделает мир менее восприимчивым к финансовым кризисам и позволит всем странам пользоваться преимуществами единого сообщества, включая экономический рост и улучшение жизненного уровня.

По решению стран «большой семерки» для разработки конкретных предложений о реформировании глобализирующейся финансовой системы в 1999 г. была создана «Группа 20», объединяющая «большую семерку» ведущих экономических держав и крупнейшие страны с развивающейся и переходной экономикой, включая Россию. На «Группу 20» была возложена задача координировать деятельность других организаций и форумов по наиболее важным вопросам создания новой архитектуры мировой финансовой системы на основе консенсуса между ее участниками. Были определены главные направления для реформирования МВФ.

Глобальный финансовый кризис 1997-1999 гг. стал уже фактом истории. Даже если финансовые рынки завтра вновь обрушатся, это будет рассматриваться как новый финансовый кризис, а не как продолжение предыдущего. Кризис оказался гораздо менее длительным, а спад экономической активности – менее глубоким, чем можно было ожидать. Данное обстоятельство многие считают признаком того, что финансовые рынки обладают способностью к самокоррекции, а глобальная капиталистическая система в ее современном состоянии вполне устойчива. Широко распространено представление, что причины кризиса коренятся в проблемах пораженных им стран, а не в системе как таковой. Эти проблемы в настоящее время находятся в стадии решения и система выйдет из кризиса более прочной, чем прежде. Указанные наблюдения подкрепляются тем фактом, что мировая экономика снова перешла в фазу роста.

Глобальная капиталистическая система далека от стабильности. Дей-

ствительно, некоторые проблемы, существовавшие в докризисный период, постепенно решаются, однако на их место приходят новые. В период кризиса вмешательство МВФ было направлено на спасение международных кредиторов от банкротства, что привело к возникновению признаваемой многими сегодня проблемы морального риска (moral hazard). Теперь ситуация изменилась: акцент сместился на ужесточение отношения к частному сектору; иными словами, предполагается, что кредиторы также должны нести свою долю риска при осуществлении «спасательных операций». Такая политика обеспечит решение проблемы морального риска и предотвратит бум избыточного кредитования, однако не принимается никаких мер для того, чтобы решить проблему нарастающей неадекватности притока капитала в страны периферии. В целом глобальная финансовая система стала менее надежной, поскольку значительно пострадали авторитет и репутация МВФ.

На пике кризиса было много разговоров о глобальной финансовой архитектуре и необходимости заключения нового Бреттонвудского соглашения. Стремление проводить радикальные реформы в настоящее время ослабло, и представляется маловероятным, что будут начаты какие-либо иные преобразования помимо уже реализуемых. Единственное радикальное предложение по осуществлению реформ было выдвинуто назначенной Конгрессом США консультативной комиссией (так называемой Комиссией Мелтцера) [Консультативная комиссия по вопросам международных финансовых институтов. Ее председатель Алан Милтцер представил итоговый доклад Конгрессу США и федеральному казначейству 8 марта 2000 г.]. Ее рекомендации предусматривают резкое ограничение функций международных финансовых институтов. Хотя эти рекомендации едва ли будут осуществлены на практике, ведь международные институты не так легко изменить, они, весьма вероятно, окажут негативное, сдерживающее влияние на их деятельность, что весьма нежелательно. Нам необходимы более мощные, лучше функционирующие финансовые институты, а не ослабленные и вынужденные непрерывно отбивать атаки критиков.

Исторически финансовые кризисы всегда приводили к усилению регулирования. Именно так достиг своей нынешней, крайне совершенной стадии развития институт центральных банков. Финансовые рынки приобрели глобальный характер, и мы должны усилить регулирование на международном уровне. Однако кризис 1997-1999 гг., похоже, станет исключением из описанного правила: сейчас превалирует тенденция к ослаблению регулирования. По-видимому, это связано с тем, что кризис затронул страны периферии, а не центра. Осуществляемые в настоящее время реформы носят достаточно ограниченный характер. В общем и целом они направлены на решение структурных проблем в странах-должниках и сокращение масштабов рискованного кредитования. При этом отвергается идея о том, что какие-либо структурные проблемы могут быть присущи самим глобальным финансовым рынкам.

Существующие финансовые теории не претерпели изменений. Считается, что, располагая более полной информацией, финансовые рынки окажутся в состоянии автоматически корректировать возникающие дис-

пропорции; точнее, если финансовые рынки не смогут их корректировать, то с такой задачей вообще никто не сможет справиться. Значит, в соответствии с этой логикой главная задача состоит в обеспечении доступности необходимой информации и в недопущении любого вмешательства в деятельность рыночного механизма.

Усиление рыночной дисциплины остается центральным принципом; ключевыми являются слова «транспарентность» и «информация». Образно говоря, речь идет о том, чтобы привести в порядок водопровод, вместо того чтобы перестраивать все здание. Я не имею ничего против починки водопровода. Несомненно, недостатки национальных банковских систем явились главным фактором, определившим масштабы экономического урона, вызванного кризисом. Подобно урагану, он нанес наибольший ущерб самым слабым, так что укрепление национальных банковских систем может дать значительный положительный эффект. Однако при этом возникает вопрос, не нуждаются ли в таком укреплении и международные механизмы предотвращения кризисов. Нельзя забывать о более масштабных конструкциях здания мировых финансов, поскольку в результате недавнего кризиса в них обнаружился ряд серьезных структурных проблем; возникшие в этих конструкциях трещины необходимо заделать до того, как они будут заклеены обоями в ходе косметического ремонта.

В действительности, в глобальной финансовой архитектуре уже произошли некоторые важные изменения, хотя мы не в полной мере отдаем себе в этом отчет. В целом они отвечают задаче ограничения рискованного международного кредитования и, несомненно, помогут предотвратить повторение недавнего кризиса, который был именно им и обусловлен. Однако это может породить новый кризис, причиной которого будет неадекватность притока капитала в страны периферии. Подобное напоминает ситуацию с Линией Мажино во Франции: она была построена, чтобы не допустить повторения событий первой мировой войны, но в ходе второй мировой войны оказалась абсолютно бесполезной.

Недостатки прежней финансовой архитектуры

Говоря о международной финансовой архитектуре, мы в первую очередь имеем в виду роль международных финансовых институтов, особенно МВФ. Анализируя поведение МВФ до и в период кризиса 1997-1999 гг., можно идентифицировать две главные проблемы или, точнее, два вида асимметрии. Одна из них связана с асимметрией между мероприятиями по предотвращению кризиса и по борьбе с ним; другая – с асимметрией в отношениях с кредиторами и должниками. Оба вида асимметрии тесно переплетены между собой и являются неотъемлемой частью самой системы; таким образом, руководство МВФ не может нести за них реальной ответственности.

Вместе с тем, по всей видимости, МВФ допустил несколько ошибок в области экономической политики. Он настаивал на сокращении государственных расходов, в то время как причины кризиса лежали в частном секторе; он недооценил масштабы распространения кризиса; в случае Индонезии он спровоцировал массовое изъятие банковских

вкладов, настояв на банкротстве ряда банков без предварительного создания схемы страхования депозитов. Однако эти специфические просчеты не являются объектом данного исследования. Наша задача состоит в том, чтобы идентифицировать структурные проблемы, поскольку именно они обусловливают необходимость осуществления структурных преобразований.

Согласно действующим правилам, МВФ не может активно вмешиваться во внутриэкономическую политику стран-членов за исключением кризисных ситуаций, когда соответствующие страны обращаются к нему за помощью. Он может направить свои миссии для оценки положения и предоставления консультаций, однако в нормальной обстановке он не имеет ни мандата, ни инструментов для такого вмешательства. Важнейшая задача МВФ заключается в поддержании стабильности международной финансовой системы. При осуществлении вмешательства его главной целью остается именно сохранение ее стабильности. Он не может проводить какие-либо мероприятия по снижению долгового бремени стран-должников в период кризиса, поскольку подобные шаги могут оказать катастрофическое влияние на финансовые рынки. Кредиты, которые он предоставляет, и требования, которые он предъявляет странам-должникам, направлены на то, чтобы обеспечить выполнение ими своих финансовых обязательств. Любые шаги по уменьшению долгового бремени могут предприниматься лишь после того, как минует пик кризиса. МВФ не имеет достаточных ресурсов для выполнения функций кредитора последней инстанции.

Для обеспечения успеха своих программ МВФ нуждается в поддержке со стороны финансовых рынков, и коммерческие и инвестиционные банки знают, как воспользоваться таким положением. Кроме того, МВФ находится под контролем стран, образующих центр капиталистической системы; любые шаги МВФ, наносящие ущерб кредиторам, противоречили бы национальным интересам стран, являющихся его ключевыми акционерами. Требования, предъявляемые МВФ странам-должникам, обычно предусматривают сокращение бюджетного дефицита и повышение процентных ставок. Результатом является экономический спад в странах-должниках, способствующий ограничению импорта и стимулирующий экспорт. Возникающее благодаря этому активное сальдо торгового баланса дает стране-должнику возможность обслуживать и погашать свои долговые обязательства. В критической ситуации на кредиторов может быть оказано давление с целью добиться пролонгации предоставленных ими кредитов, однако при этом должно было сохраняться впечатление добровольности кредитования с тем, чтобы даже на пике кризиса балансы банков не оказались чрезмерно ослабленными.

Впоследствии, после того как положение стабилизируется, может быть достигнуто более долгосрочное урегулирование задолженности. Именно так развивались события в ходе международного долгового кризиса 1982 г. Спустя несколько лет просроченная задолженность была реструктурирована посредством выпуска так называемых облигаций Брейди. Подобный подход возлагает все издержки на страны-должники. Им вменяется в обязанность обслуживание своих долговых обязательств в меру всех име-

ющихся финансовых ресурсов. Разумеется, кредиторы также несут убытки, однако они оказываются гораздо меньше тех, которые возникли бы в случае отсутствия вмешательства МВФ.

К примеру, в 80-е годы убытки американских банков в результате кризиса на рынке ссудно-сберегательных операций намного превысили потери, связанные с международным кредитованием. Но даже с учетом этого обстоятельства банки не любят, когда им «выкручивают руки». После печального опыта 80-х годов банки неохотно предоставляют долгосрочные кредиты; вместо того чтобы утяжелять свои балансы кредитами, они предпочитают размещать выпуски облигаций среди широкого круга инвесторов. Владельцы облигаций гораздо менее чувствительны к давлению со стороны органов банковского надзора, чем коммерческие банки, так что переход от прямого кредитования к выпуску облигаций существенно укрепил позиции кредиторов и усилил их преимущества по сравнению с должниками.

Данное обстоятельство стало очевидным в период мексиканского кризиса 1994 г. В ходе кризиса иностранные владельцы тесобонов (tesobonos) – мексиканских казначейских облигаций, номинированных в долларах США, – вышли сухими из воды, хотя доходность тесобонов в момент их приобретения свидетельствовала о высоком уровне риска. Когда Мексика оказалась не в состоянии погашать свой долг, последовало вмешательство федерального казначейства США и МВФ, в результате чего инвесторы были спасены. Все издержки этой операции пришлось нести мексиканским налогоплательщикам.

Данный прецедент во многом определил ожидания инвесторов в отношении России. Банки, брокеры и хеджинговые фонды продолжали покупать российские государственные краткосрочные облигации (ГКО) даже тогда, когда ухудшение ситуации стало очевидным для всех. Считалось, что Россия – слишком большая страна, чтобы ее банкротство могло быть допущено; можно было рассчитывать на вмешательство международных финансовых институтов, направленное на спасение положения. Даже с учетом возможности того, что владельцы ГКО в конечном счете понесут какие-либо убытки, соотношение риска и доходности выглядело привлекательным.

Таким образом, люди продолжали приобретать ГКО с непрерывно растущей доходностью, пока не наступила развязка. Господствовавшие среди держателей ГКО ожидания, что их спасет вмешательство международных финансовых институтов, лишь усложнило задачу последних. В результате была осознана проблема морального риска, связанная с деятельностью МВФ, и возникло мощное политическое давление против оказания помощи инвесторам, участвовавшим в спекулятивных операциях, именно в расчете на то, что вмешательство МВФ спасет их от убытков. Данное обстоятельство обусловило практически полное бессилие финансовых институтов в деле предотвращения дефолта России. Как раз в этом заключается наиболее важное изменение, произошедшее в глобальной финансовой архитектуре в результате кризиса 1997-1999 гг. Оно протекало так постепенно и незаметно, что многие люди до сих пор имеют о нем крайне приблизительное представление.

Возникновение новой архитектуры

В начале кризиса два описанных нами вида асимметрии – между отношением к должникам и кредиторам и между мерами по предотвращению кризиса и по борьбе с ним – проявились достаточно полно. Именно они главным образом объясняют провал программ МВФ в странах Азии. Рассмотрим примеры трех азиатских стран, обратившихся за помощью к МВФ: Таиланда, Индонезии и Южной Кореи. Все они страдали от проблем структурного характера: компании частного сектора привлекли слишком много кредитных ресурсов в иностранной валюте без соответствующего хеджирования, и их акционерный капитал оказался недостаточен по сравнению с объемом заемных средств. Произошедшие девальвации привели к росту отношения величины иностранных кредитов к собственному капиталу.

Высокие процентные ставки и падение внутреннего спроса, обусловленные проведением согласованных с МВФ экономических программ, способствовали росту долгового бремени, поставив под вопрос платежеспособность должников. Предоставление им новых кредитов не спасло ситуацию. Здесь требовалась конверсия долга в акционерный капитал. Однако введение моратория на погашение долговых обязательств и осуществление указанной схемы конверсии нанесли бы ущерб интересам международных банков и владельцев облигаций, и МВФ не мог пойти на подобный шаг. Поэтому он применил свои традиционные рецепты, побочным эффектом которых, как обычно, стал экономический спад в странах-должниках.

Однако снижение деловой активности не остановило обесценение национальных валют, поскольку долговое бремя еще больше возросло. Должники спешили погасить свои валютные обязательства, а международные кредиторы пытались любым способом репатриировать активы. Снижение курсов валют (а в случае Индонезии – обвальное падение валютного курса) приносило инвесторам огромные убытки. Это стало горьким лекарством от морального риска. Затем разразился кризис в России, где признание проблемы морального риска воспрепятствовало осуществлению мероприятий по спасению инвесторов. Их убытки оказались еще более значительными. На пике бразильского кризиса проблема морального риска приобрела первостепенное значение. МВФ и казначейства различных стран-членов не были склонны предоставлять Бразилии какие-либо финансовые ресурсы в отсутствие обязательств коммерческих банков по сохранению кредитных линий. Правительство Бразилии сопротивлялось оказываемому давлению, полагая, что в результате выполнения рекомендаций МВФ пострадает кредитный рейтинг страны. Переговоры проходили в вялотекущем режиме, благодаря чему у банков появился шанс сократить свои кредитные линии или занять против них краткосрочные позиции, играя на понижение. Все это сделало наступивший кризис еще более глубоким.

К этому времени позиция МВФ изменилась на 180 градусов: вместо оказания помощи пострадавшим от кризиса странам (bail out) его официальной политикой стало ужесточение отношения к странам-должникам (bail in). Подобная политика гибельна и абсурдна. Абсурдна потому, что

равносильна закачиванию воды в тонущую лодку, а гибельна потому, что ведет, в конечном счете, к затоплению самой лодки. В настоящее время МВФ не склонен предоставлять кредиты странам, вынужденным обеспечивать высокую доходность по своим долговым облигациям, если их держатели не согласны нести свою долю риска. МВФ долго искал страну, которая могла бы послужить моделью его новой политики. Его взоры обратились было на Румынию, но она не пожелала объявлять дефолт. Румыния выплатила займы, сроки погашения которых наступили, за счет привлечения еще более дорогих кредитных ресурсов до того, как получила кредит МВФ, что позволило бы ей занять средства на более выгодных условиях; такой выход из положения, очевидно, нельзя назвать оптимальным. В конечном счете, новый подход был применен к облигациям Брейди, выпущенным правительством Эквадора; тем самым финансовым рынкам было ясно дано понять, что международные облигации не являются безрисковыми. Одно из недавно предложенных новшеств, еще не реализованное на практике, заключается во введении применительно к международным облигациям так называемых оговорок коллективных действий (collective-action clauses). Это облегчило бы проведение реструктуризации задолженности.

Неудивительно, что данное предложение наталкивается на яростное сопротивление со стороны держателей облигаций и инвестиционных банков. Одновременно было осознано значение мероприятий по предотвращению кризисов. На достижение этой цели направлены различные попытки установления стандартов и определения оптимальной практики ведения операций, особенно в банковской сфере; такую функцию выполняют, в частности, чрезвычайные кредитные линии (contingency credit lines), недавно учрежденные МВФ. Можно видеть, что различные предложения ориентированы на исправление одного или другого описанного нами вида асимметрии, а чрезвычайные кредитные линии даже начинают увязывать их вместе. Доступность этих финансовых ресурсов для стран, осуществляющих здоровую экономическую политику, повышает у них стимулы к такого рода увязке.

К сожалению, лишь немногие страны выразили желание воспользоваться соответствующими схемами. В этом нет ничего удивительного с учетом того, что доступность кредитных ресурсов по указанным линиям ограничена недостатком средств. Отдельные фонды — такие, как Генеральные соглашения по займам (General Arrangements to Borrow) и Новые соглашения по займам (New Arrangements to Borrow), доступны только странам, где кризис создает системные риски; тем самым за бортом остаются менее крупные страны, также подверженные риску «заражения» кризисом.

Чрезвычайные кредитные линии должны быть подкреплены эмиссией специальных прав заимствования (СДР — Special Drawing Rights — SDR), однако такой вариант развития событий практически исключен. В настоящее время превалирует тенденция к сокращению, а не к расширению полномочий и ресурсов МВФ. Это — очень опасная тенденция. Все усилия направлены на ограничение масштабов рискованного кредитования. Подобная цель вполне оправданна. Однако сегодня возникает угроза того,

что приток капитала в страны периферии окажется неадекватным как по цене, так и по объемам. Названная угроза совершенно игнорируется, поскольку доминирует точка зрения о необходимости опоры на рыночный механизм.

Общепризнано, что уровень риска при международном кредитовании не полностью учитывался в цене активов, и это было обусловлено проблемой морального риска, связанной с действиями МВФ. В соответствии с данной логикой все, что требуется, — решить проблему морального риска. Сейчас она преодолена, что повысило уровень риска в международном кредитовании. В таких условиях недостаточно обеспечить полный учет риска в цене активов; необходимо также принять меры по снижению его уровня. Но это предложение не соответствует господствующим представлениям. Термин «моральный риск» стал модным и звучит весьма убедительно в устах рыночных фундаменталистов. Он придает моральное обоснование институту рынка и полностью оправдывает необходимость противодействовать любому вмешательству в рыночные процессы. Однако факт остается фактом: функции кредитора последней инстанции или страхования кредитов невозможно выполнять, не порождая проблему морального риска.

Рекомендации Комиссии Мелтцера предусматривают, что МВФ должен выступать в качестве квазикредитора последней инстанции по отношению к странам с развивающимися рынками, но при этом для устранения проблемы морального риска оговариваются такие условия, которые не позволят МВФ эффективно выполнять данную роль. В докладе Комиссии Мелтцера указывается, что «ликвидные займы должны быть краткосрочными, предоставляться по процентной ставке, превышающей ставку текущих заимствований должника, и носить четко оговоренный приоритетный характер с правом первоочередного обращения требований на активы должника». Чтобы иметь право на получение таких кредитов, страна должна открыть свой финансовый рынок для международной конкуренции, обеспечить адекватную капитализацию своей банковской системы и следовать соответствующему курсу бюджетной политики, согласованному с МВФ.

Сомнительно, чтобы эти условия смогло выполнить большое число стран, а тем странам, которые все же сумеют их соблюдать, они принесли большую пользу. Такие рекомендации не связаны с особым моральным риском, но они не содействуют и оказанию сколько-нибудь серьезной помощи странам с развивающимися рынками. Здесь следует ввести еще одно ключевое выражение в противовес термину «моральный риск», а именно «равенство условий».

Условия, в которых различные страны находились на глобальных финансовых рынках в период, предшествовавший недавнему кризису, были далеко не равными. Ужесточение отношения к странам-должникам делает рыночные условия еще более неблагоприятными для стран периферии. Данный подход предполагает определенные жертвы со стороны частного сектора, связанные с пролонгированием кредитов или обещани-

ем сохранять открытые кредитные линии. Однако частный сектор не склонен идти на жертвы без соответствующей компенсации. Ожидание ужесточения отношения к стране-должнику в случае кризиса может сделать кредит более дорогим.

Цена капитала является одним из наиболее важных факторов конкурентоспособности. Таким образом, пропасть между странами центра и периферии становится еще более глубокой. Более того, это уже произошло. Спрэд (здесь – разрыв между процентными ставками по кредитам, предоставляемым заемщикам в странах периферии и в странах центра) по кредитам, предоставляемым странам периферии, в настоящее время гораздо больше, чем до кризиса 1997-1999 годов. Часто утверждается, что данная тенденция носит позитивный характер, поскольку в докризисный период спрэды были крайне малы, что приводило к чрезмерным заимствованиям со стороны стран периферии. Было бы гораздо лучше, если бы место займов заняли прямые инвестиции. Этот аргумент сам по себе вполне корректен.

Спрэды действительно были слишком малы, а прямые инвестиции более стабильны и с меньшей вероятностью способны привести к краху финансового рынка, чем портфельные инвестиции или краткосрочные кредиты. Однако проблема неравенства условий сохраняется; более того, она усугубляется благодаря увеличению спрэдов при привлечении заемных средств. Многонациональные корпорации, располагающие более значительными ресурсами и лучшим доступом к капиталу, могут обойти, превзойти и победить своих местных конкурентов.

Рассмотрим пример Аргентины: все крупнейшие банки этой страны, за единственным исключением, находятся в руках иностранцев. В ходе приватизации государственной нефтяной компании YPF испанская компания «Repsol» с легкостью обошла своих аргентинских конкурентов за счет возможности привлечения кредитов на более выгодных условиях; фактически «Repsol» поглотила YPF. Кроме того, резко упало значение биржи Буэнос-Айреса, поскольку большинство ее крупнейших операторов стало филиалами иностранных компаний. Все это, может быть, не так уж плохо. На практике интернационализация финансовой системы и расширение операций многонациональных корпораций способны решить немало проблем экономически менее развитых стран. Данные процессы могут помешать коррумпированным и диктаторским режимам подчинить экономику своим частным интересам; они могут также принести выгоды, связанные с внедрением современных методов управления и новейших технологий. Но за все придется платить свою цену.

Страны периферии будут переживать нарастающую маргинализацию, что может оказаться политически неприемлемым, если это не будет компенсировано видимым повышением уровня жизни населения. Однако во многих странах мира ничего подобного сегодня не наблюдается. Целью корпораций является получение прибыли, а не распространение в мировом масштабе выгод, связанных с их деятельностью. С учетом более высокого риска корпорации требуют большей прибыльности при осуществ-

лении операций в экономически менее развитых странах. Необходимо создание специальных механизмов, которые компенсировали бы действие данного фактора. Само по себе присутствие иностранных корпораций на территории страны не обязательно ведет к улучшению экономической и политической ситуации. Напротив, иностранные корпорации часто действуют сообща с коррумпированными и диктаторскими правительствами. Иностранная эксплуатация еще менее приемлема, чем эксплуатация со стороны национальных компаний, и может привести к политическим потрясениям. История изобилует примерами подобного рода: боксерское восстание в Китае, перонизм в Аргентине, экспроприация нефтяных компаний во всем мире.

Угроза политических беспорядков чревата снижением стоимости активов в странах с развивающимися рынками и углублением пропасти между странами центра и периферии. Это может послужить причиной возникновения экономического кризиса, распространяющегося из одной страны в другую, как это произошло в 1997-1999 гг. Безусловно, с иностранными инвестициями приходят остро необходимые предпринимательские таланты и технологии.

Страны периферии могут мириться со многими проявлениями неравноправия, поскольку изоляционизм имел бы для них еще более неблагоприятные последствия. Однако с моральной точки зрения некорректно сохранять ситуацию неравноправия, особенно если ее можно исправить. Соображения морали обычно не принимаются во внимание при принятии практических решений в сфере бизнеса, но они должны учитываться при принятии политических решений. Люди, ощущающие допускаемую по отношению к ним несправедливость, могут решиться на деструктивные действия. Интересам стран центра и глобальной капиталистической системы в целом отвечает содействие экономическому и политическому развитию стран периферии.

Умеренное предложение

Как можно создать более равные условия для стран центра и периферии? В статье, опубликованной в лондонской газете «Financial Times» 31 декабря 1997 г., предложена схема гарантий по международным кредитам. Развивая эту идею, предположим, что институт, предоставляющий гарантии по кредитам, мог бы выполнять функции центрального банка по отношению к международной системе. 4 января 1999 г. в «Financial Times» опубликована еще одна статья где отстаивалась необходимость создания международного центрального банка. С окончанием финансового кризиса эти идеи выглядят чрезмерно радикальными. Поэтому необходимо провести более умеренную реформу, которая не предусматривает реализацию каких-либо совершенно новых идей, однако может сделать глобальную финансовую архитектуру более сбалансированной, а значит, более устойчивой. Это предложение учитывает элементы ранее выдвигавшихся проектов реформ и увязывает их таким образом, чтобы они стали более согласованными и подкрепляющими друг друга. Это — именно та функция, которую призвана выполнять архитектура.

Существует ряд мер, ориентированных на преодоление описанных выше видов асимметрии. Те из них, которые направлены на смягчение асимметрии первого вида, носят, главным образом, карательный характер: они предусматривают введение в антикризисные «пакеты» МВФ оговорок коллективных действий применительно к долговым ценным бумагам и мер по привлечению коммерческих банков к участию в таких «пакетах». Эти меры предполагают уменьшение остроты проблемы морального риска путем повышения ответственности кредиторов за предоставление рискованных кредитов.

В свою очередь, меры, направленные на преодоление асимметрии второго вида, носят превентивный характер: совершенствование банковского надзора и улучшение контроля МВФ за макроэкономической и структурной политикой правительств, более высокая транспарентность и т. д. Но между этими двумя наборами мер отсутствует связь, за исключением чрезвычайных кредитных линий, которые, однако, не подкреплены необходимыми финансовыми ресурсами. Связь между указанными наборами мер должна быть усилена посредством дополнения карательных мер позитивными стимулами. В частности, предлагается ослабить карательный эффект оговорок коллективных действий применительно к тем странам, которые проводят здоровую экономическую политику.

Вот как может работать такой механизм. Согласно утвержденным ранее проектам реформ, на МВФ уже возложена функция публиковать информационные сообщения (Public Information Notices) по итогам консультаций, проводимых в соответствии со статьей 4 Устава МВФ, в которых должна быть изложена его оценка макроэкономической ситуации в соответствующих странах и степени соблюдения ими установленных стандартов и кодексов поведения. Вероятно, МВФ следует сделать еще один шаг и приступить к составлению рейтинга стран в зависимости от соблюдения ими этих стандартов. Применительно к тем странам, которые в наибольшей мере им отвечают, программы МВФ не должны предусматривать реструктуризацию долга, так что держатели облигаций могут не опасаться использования оговорок коллективных действий (за исключением случаев, когда проблемы испытывают конкретные компании).

Это позволит таким странам привлекать кредитные ресурсы на рынках по более низким процентным ставкам. От стран, которые удовлетворяют установленным стандартам в меньшей степени, МВФ не должен требовать реструктуризации долга до начала реализации согласованной с ним программы, в то время как в случае стран, не соответствующих установленным стандартам, МВФ должен настаивать на проведении реструктуризации. Реализация данного предложения предоставила бы МВФ мощный рычаг превентивного регулирования, использование которого не предусматривало бы ограничения суверенитета стран-членов. МВФ мог бы предотвратить чрезмерное привлечение займов посредством предупреждения о возможности понижения рейтинга страны. (При этом не возникало бы угрозы чрезмерного заимствования со стороны стран, рейтинг которых и так низок.) Гарантии МВФ в этих условиях ограничивались бы облига-

циями, обращающимися на открытом рынке, и не распространялись бы на кредитные линии банков.

Предоставление банкам имплицитных гарантий послужило ключевой причиной недавнего кризиса; этот фактор должен быть устранен. В случае банков адекватным инструментом влияния МВФ может быть изменение требований к собственному капиталу, предусмотренных Базельскими соглашениями, в зависимости от рейтинга МВФ. В настоящее время идет работа над пересмотром Базельских соглашений; предлагаемый принцип может быть интегрирован в их новую версию. Далее, чрезвычайные кредитные линии должны быть подкреплены эмиссией СДР.

Простая эмиссия СДР могла бы иметь инфляционные последствия, однако эмиссия, специально ориентированная на использование в рамках чрезвычайных кредитных линий, служила бы исключительно противодействию дефляционным тенденциям. Эти три новшества, взятые вместе, могли бы стать теми «кнутом и пряником», которые необходимы МВФ для его превращения в институт эффективного предотвращения кризисов. Более того, «пряник» поощрял бы долгосрочное кредитование, а «кнут» подрывал бы стимулы к краткосрочному кредитованию.

Реализация этого предложения имела бы большой положительный эффект, но оно столкнулось с резкой оппозицией. В частности, в подготовленном Советом по международным отношениям «Независимом докладе по вопросам будущей международной финансовой архитектуры» это предложение было отвергнуто. Одно из возражений сводилось к тому, что МВФ не решится снизить рейтинг страны, поскольку такой шаг спровоцировал бы кризис вместо того, чтобы его предотвратить. Но институциональные интересы МВФ заключаются в сохранении стабильности системы, и раннее снижение рейтинга страны смягчило бы остроту кризиса.

Другое возражение заключалось в том, что дифференциация между странами, соблюдающими и не соблюдающими стандарты поведения, привела бы к усилению неопределенности. Однако эта неопределенность была бы ослаблена посредством разграничения стран, применительно к которым проведение реструктуризации долга необходимо, тех, где такая реструктуризация возможна, но нежелательна, и тех, где она недопустима. Требования к собственному капиталу банков также могут быть дифференцированы. Но главное возражение было связано с проблемой морального риска. Не приведут ли гарантии МВФ к чрезмерному кредитованию? Ответ на этот вопрос отрицательный. Если бы чрезмерное кредитование вызвало кризис, МВФ должен был бы отвечать за его последствия и оказывать поддержку, не прибегая к оговоркам коллективных действий. Он принимал бы на себя реальный риск, не порождая при этом проблемы морального риска. Подобный пример показывает, как происходит злоупотребление концепцией морального риска.

Успех Федеральной резервной системы (ФРС) в деле поддержания экономического процветания США резко контрастирует с провалом попыток МВФ достичь аналогичной цели в странах периферии. В ходе недавнего кризиса МВФ требовал повышения процентных ставок, что привело к глубокой рецессии в затронутых им странах. Но когда кризис стал угрожать

Соединенным Штатам, ФРС снизила процентные ставки, и американская экономика благополучно его избежала. Примечательно, что два упомянутых института находятся в совершенно разном положении. ФРС несет ответственность за состояние финансовой системы, которую она наряду с другими федеральными институтами может контролировать; в свою очередь, МВФ имеет дело с суверенными государствами, по отношению к которым он не обладает никакими властными полномочиями. Нельзя было ожидать, что МВФ предоставит ликвидные средства в распоряжение банковской системы России в августе 1998 г., подобно тому, как это сделала ФРС в отношении банков Уолл-стрит в октябре 1987 г.

Международные финансовые институты, на которые возложена функция поддержания стабильности глобальной финансовой системы, вынуждены действовать совершенно иначе, чем национальные центральные банки. Это, однако, не устраняет потребности в соответствующих институтах. После неудач периода 1997-1999 годов, МВФ, находящийся сейчас под огнем жесткой критики, может пойти по неверному пути. Однако, разработав собственную методику, он может добиться существенных успехов в решении поставленных задач.

Всемирный банк

Необходим радикальный пересмотр той роли, которую Всемирный банк призван играть в современном мире. Всемирный банк был создан для предоставления капитала наименее развитым странам в тот период, когда частный капитал был им недоступен. Его капитал формировался в основном в виде гарантий промышленно развитых стран, под которые Всемирный банк мог занимать средства на финансовом рынке на условиях, соответствующих кредитному рейтингу ААА.

Устав Всемирного банка требует, чтобы предоставляемые им займы были гарантированы правительством страны-должника. Это требование накладывает жесткие ограничения на кредитную деятельность Всемирного банка: он не может предоставлять кредиты непосредственно частным компаниям или неправительственным организациям. Указанные гарантии стали инструментом контроля в руках правительств стран-реципиентов, что не способствует становлению открытых обществ в соответствующих странах. Правительства экономически развитых стран исходят из еще более корыстных соображений, влияя на кредитную деятельность Всемирного банка: они лоббируют предоставление займов, выгодных для их резидентов, и могут наложить вето на займы, реализация которых создает им конкуренцию или каким-либо другим образом вредит их интересам.

Изначально Всемирный банк занимался кредитованием, прежде всего, инфраструктурных проектов, однако под руководством Дж. Вулфенсона он кардинально переориентировал свою деятельность на системные реформы, направленные на создание человеческого и социального капитала, а также на преодоление бедности. Эта работа может быть выполнена гораздо более успешно путем предоставления финансовой помощи и сотрудничества с другими структурами общества, помимо правительства, — с частным сектором, местными органами власти, неправительственными организациями.

Всемирный банк располагает многочисленным квалифицированным персоналом – слишком многочисленным, с точки зрения Комиссии Мелтцера, – рекрутированным в основном в странах третьего мира и знакомым с местными условиями и социальными проблемами. Но его возможности серьезно ограничены необходимостью взаимодействия с национальными правительствами. Главное преимущество кредитных операций состоит в том, что на их основе можно распределять определенные дискреционные фонды. При Вулфенсоне Всемирный банк приступил к реализации ряда крайне необходимых социальных инициатив – от предоставления микрокредитов (microlending) до создания систем дистанционного образования, однако, с точки зрения объемов дискреционных расходов, его персонал действительно следует признать избыточным.

Деятельность банка может стать гораздо более эффективной, если в его распоряжении будет больше дискреционных фондов (то есть средств, не связанных гарантиями правительств стран-реципиентов). Такие средства могут быть предоставлены в качестве кредитов, либо безвозмездных грантов, либо в виде определенной комбинации этих инструментов (как, например, в случае программ микрокредитования).

Краткие выводы:

Финансовый кризис как глубокое расстройство государственной финансовой системы, сопровождаемое инфляцией, неустойчивостью курсов ценных бумаг, проявляется в резком несоответствии доходов бюджета их расходам, а также нестабильности национальной денежной единицы, взаимных неплатежах экономических субъектов, несоответствии денежной массы в обращении требованиям закона денежного обращения. Финансовые кризисы бывают двух видов: валютный кризис, связанный с потерей доверия спекулянтов к национальной валюте, и заразный кризис, связанный с потерей доверия к реальным активам. Наиболее яркими примерами кризисов являются азиатский, российский, мексиканский кризисы.

Финансовая архитектура охватывает различные учреждения, рынки и практические меры, которые применяют правительства и отдельные лица при осуществлении экономической и финансовой деятельности. Прежняя финансовая архитектура имеет недостатки и нуждается в реформировании.

Контрольные вопросы:

1. Что такое финансовый кризис?
2. Как анализировать финансовые кризисы?
3. Как прогнозировать финансовые кризисы?
4. Приведите примеры финансовых кризисов и причины их возникновения?
5. Что предшествует финансовому кризису?
6. В чем сущность финансовой архитектуры?
7. Объясните роль и значение новой финансовой архитектуры.
8. Какую роль играет Всемирный банк в построении финансовой архитектуры?

Литература:

1. *Аникин А.В.* О типологии финансовых кризисов // Вестн. Моск. ун-та. Сер.6. Экономика. – 2001. – №4.

2. *Борисоглебская А.А.* Мировой финансовый кризис // США: экономика, политика, идеология. – 1998. – №5. – С.33-46.

3. *Быков А.* Мировой финансовый кризис и его уроки для России // Независимая газ. – 1998. – 14 окт. – С.12.

4. *Балацкий Е.* Международный финансовый кризис 1997-1999 гг. и российская экономика // Экономист. – 2000. – №5. – С.86-96.

5. *Кидуэлл Д., Петерсон Р., Блэкуэлл Д.* Финансовые институты, рынки и деньги. СПб.; М.; Харьков; Минск, 2000. Гл. 11. Международные рынки кредитов и валюты.

6. *Ковалев В.В.* Введение в финансовый менеджмент. М.: Финансы и статистика, 1999. § 15.5. Международные аспекты финансового менеджмента.

7. *Котелкин С. В.* Основы международного валютно-финансового менеджмента: Тексты лекций. СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 1996.

8. *Котелкин С. В., Тумарова Т.Г.* Основы международных валютно-финансовых отношений: Учеб. пособие. СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 1997.

9. *Кругман П., Обстфельд М.* Международная экономика. Теория и политика. М.: ЮНИТИ, 1997. Ч. III. Валютные курсы и макроэкономика открытой экономики; гл. 19. Международная валютная система 1870—1973 гг.; гл. 21. Оптимальные валютные зоны и европейский опыт.

---

1. Большой экономический словарь /Под ред. А.Н. Азрилияна. – М.: Институт новой экономики, 1999.

2. http://fincrisis.narod.ru/financial.htm.

3. *Борисов А.Б.* Большой экономический словарь. – М.: Книжный Мир, 1999.

4. http://fincrisis.narod.ru/financial.htm

5. *Флорес М.М., Попов В.В.* Азиатский вирус или Голландская болезнь? Теория и история валютных кризисов в России и других странах. – М.: Изд-во «Дело», 1999, с. 17-27.

6. http://fincrisis.narod.ru/financial.ht

7. http://fincrisis.narod.ru/financial.ht

8. http://fincrisis.narod.ru/financial.ht

9. Кризис финансовых рынков в развивающихся странах. П. Мозиас// Мировая экономика и международные отношения, 1999, № 1, с. 38-47.

Глава 3. РИСК СТРАНЫ И ФИНАНСОВЫЙ АНАЛИЗ. ЗНАЧЕНИЕ КРЕДИТНОГО РЕЙТИНГА

3.1. Концепция и подходы к анализу для измерения риска страны

Риск определяют как опасность потерь (упущенной выгоды), измеряя ожидаемой волантильностью (от англ. volatility – «колеблемость», «изменчивость») дохода по инструменту. Исторически фондовый рынок был частично волантилен. Основная цель анализа риска страны – это оценить кредитоспособность страны, т.е. ее будущую экономическую и политическую способность.

Основными элементами или компонентами риска страны являются: экономические, политические, социальные и культурные.

Одним из важнейших условий укрепления позиций на международной арене и ее интеграции в мировое хозяйство является нормализация политической обстановки, которая в настоящее время характеризуется крайне высокой степенью нестабильности. Для зарубежных политиков и бизнесменов Россия представляется довольно интересным и перспективным, но весьма рискованным партнером. Более того, политический фактор несет в себе потенциальную угрозу экономической стабилизации: долгосрочные инвестиции в российскую экономику, являющиеся необходимым условием экономического подъема становятся затруднительными из-за высокого уровня риска, генерируемого политической средой.

В последнее время понятие "политический риск", всего лишь несколько лет назад отсутствовавшее в лексиконе российских политологов и экономистов, все чаще появляется на страницах периодической печати, хотя и трактуется несколько упрощенно.

За рубежом интерес к проблеме политических рисков возник в конце 50-х годов в связи с событиями на Кубе. В 70-е годы в крупнейших корпорациях формируются специальные структуры, занимающиеся оценкой уровня риска, которому подвержена деятельность компаний в других странах. Однако до начала 80-х годов из-за сложности проблемы и недостаточной разработанности методов анализа политическому риску отводится подчиненная роль в общей оценке странового риска. Резкий рост интереса к проблеме политического риска одновременно с ростом скептического отношения к возможности его прогнозирования был отмечен после Иранской революции 1979 г., которая, вызвав, с одной стороны, многочисленные споры о вероятности исполнения политических прогнозов и надежности оценок уровня политического риска, предоставила, с другой стороны, огромный фактический материал для исследований в этой области. На 80-е годы приходится наибольшее количество публикаций на эту тему, внимание в которых уделяется методам анализа политического риска. Практическая значимость данных исследований привела

к созданию значительного числа консультационных фирм, специализирующихся на оценке политических рисков в разных странах.

До XVII века не существовало общего понятия для обозначения риска: удача и несчастья предопределялись роком и фортуной. Новая эпоха, трансформировав представления о судьбе, идеалах и целях, принесла осознание риска как ключевого фактора человеческой деятельности и одного из условий достижения успеха. *Понятие риска становится центральным в обществе, которое прощается с прошлым, с традиционными способами деятельности, которое открывается для неизведанного будущего... В среде, где нет больше рока, любая деятельность, даже строго увязанная с установленными образцами, в принципе исчисляется в понятиях риска, т.е. поддается своего рода общей оценке степени ее рискованности с точки зрения возможных результатов.*

В словаре Вебстера "риск" определяется как "вероятность ущерба или потерь", т.е. риск относится к возможности наступления какого-либо неблагоприятного события. Расширенное толкование риска идентифицируется с понятием неопределенности, означающим невозможность точного прогнозирования оптимального вектора развития сложной системы и несущим в себе не только вероятность негативных последствий, но также и позитивные возможности.

В современных условиях оценка риска является теоретической базой для принятия решений в политике и экономике. Для преодоления неопределенности, с которой сталкиваются инвесторы в зарубежной стране, проводится анализ странового риска (country risk), определяющего вероятность того, что суверенное государство или независимые кредиторы в определенной стране не будут иметь возможности или желания выполнить свои обязательства по отношению к иностранным кредиторам и/или инвесторам.

Для оценки риска страны используются временные горизонты: краткосрочный период – сроком до одного года; средне- и долгосрочные период – от 5 до 7 лет.

В рамках общего странового риска различают некоммерческий, или политический, и коммерческий риски. Последний делится в зависимости от уровня своего влияния: 1) на уровне государства – риск неплатежеспособности (sovereign risk), "ассоциирующийся с предоставлением займов иностранным правительствам", 2) на уровне компаний – трансфертный риск (transfer risk) – *риск того, что при проведении экономической политики отдельная страна может наложить ограничения на перевод капитала, дивидендов и процентов иностранным кредиторам и инвесторам.*

Значение термина "политический риск" достаточно широко – от прогнозирования политической стабильности до оценки всех некоммерческих рисков, связанных с деятельностью в различных социально-политических средах.

В. Вестон и Б. Сорж определяют политический риск как "действия национального правительства, которые мешают проведению деловых операций, изменяют условия соглашений или приводят к конфискации собственности иностранных компаний." Подобным образом рассматривает политический риск Д.Джодис: "изменения в условиях проведения опера-

ций иностранными компаниями, возникающими в ходе политического процесса". По определению Кобрина, политический риск – "непредвиденные обстоятельства, возникающие в политической среде и принимающие обычно форму ограничений в проведении операций". Г. Райс и И. Махмауд настаивают на необходимости учитывать не только внутренние политические события в стране, но и международную политическую ситуацию.

Согласно этим авторам, политический риск может быть определен как внутристрановые и международные, конфликтные и интеграционные события и процессы, которые могут (или не могут) привести к изменениям в правительственной политике внутри страны или в зарубежных странах, что выразится в неблагоприятных условиях или дополнительных возможностях (касающихся, напр., прибыли, рынков, персонала) для фирмы.

Успех деловых операций в зарубежной стране, в той степени, в которой он определяется политическими факторами, не зависит исключительно от рисков, которые могут разрушить или нанести тяжелый ущерб чьим-либо ожиданиям. Крупные успехи в бизнесе были достигнуты благодаря не только предвидению и избежанию риска, но также предвидению и использованию политических возможностей (напр., Натан Ротшильд использовал информацию о битве при Ватерлоо для успешной операции на Лондонской фондовой бирже). Для инвесторов, решающих, размещать или нет инвестиции в какой-либо стране, перспектива политической стабильности, способствующей экономическому росту, так же важна, как и вероятность политической нестабильности, которая может сделать инвестиции крайне невыгодными. Значительная часть специалистов по политическому риску придерживается мнения, что политическое событие не обязательно несет риск для бизнеса, но может также означать новые возможности. Они предлагают под термином "политический риск" понимать "неопределенность среды, в которой действуют все нерыночные силы". Это означает, что при прогнозировании политического риска необходимо учитывать не только негативные изменения, но также и позитивные, представляющие дополнительные возможности для бизнеса, при этом в финансовом анализе базовый риск является нейтральным, предполагающим как положительные, так и отрицательные отклонения.

Некоторые исследователи политического риска (С. Робок, С. Кобрин, Дж. Саймон) выделяют макро- и микориск, в зависимости от уровня экономических субъектов, на которых они распространяются. ***Макориск*** ассоциируется с вероятностью политических событий, отражающихся на всех иностранных субъектах в стране размещения. К ***микрорискам*** относятся риски, специфичные для отрасли, фирмы или даже отдельного проекта.

Классификация политических рисков проводится на основе разделения событий, вызванных либо действиями правительственных структур в ходе проведения определенной государственной политики, либо силами, находящимися вне контроля правительства. В соответствии с этим принципом Ч. Кеннеди предложил деление политического риска на экстралегальный и легально-правительственный. Подобной классификации придерживаются Ж. дела Торре и Д. Некар.

	Экстралегальный риск	Легально-правительственный риск
Макрориск	Революция	Изменение инвестиционного законодательства
Микрориск	Терроризм	Торговое регулирование

Источник: Charles R. Kennedy, Political Risk Management, 1987, p.7.

Экстралегальный риск означает любое событие, источник которого находится вне существующих легитимных структур страны: терроризм, саботаж, военный переворот, революция.

Легально-правительственный риск является прямым продуктом текущего политического процесса и включает такие события, как демократические выборы, приводящие к новому правительству и изменениям в законодательстве, касающихся торговли, труда, совместных предприятий, денежной политики.

Некоторые исследователи (М. Фицпатрик, В. Ашер, Т. Брювер) считают существующую дефиницию политического риска неудовлетворительной из-за того, что она конституирует политический событийный риск. По их мнению, основное внимание должно уделяться динамике политического действия, из которого возникают события, поскольку можно точнее спрогнозировать природу конфронтации или понять действия политических сил, чем предсказать победителей и проигравших.

Таблица 6

Подверженность политическим рискам

Непредвиденные обстоятельства	Действия легитимных структур	События, вызванные действиями неконтролируемых правительством сил
Потеря контроля за деятельностью фирмы	- полная или частичная экспроприация - насильственное лишение прав управления - конфискация собственности фирмы - разрыв договора	- война - революция - терроризм - забастовки
Падение ожидаемой прибыли	- неприменимость "национального режима" - уменьшение доступа к финансовым, трудовым и сырьевым рынкам - контроль над ценами, товарами, деятельностью - валютные ограничения - ограничения денежных переводов за границу - требования к экспортным характеристикам	-националистически настроенные продавцы и поставщики -угрозы враждебных группировок - навязанные извне финансовые ограничения - навязанные извне ограничения на импорт и экспорт

Источник: J. de la Torre, D. H. Neckar, Forecasting political risks for international operations. p.223.

Задача прикладных исследований риска состоит в том, чтобы снизить остроту неопределенности, предусмотреть возможные негативные и позитивные последствия ее развития. Современные методы позволяют количественно и качественно оценить вероятность достижения цели, отклонения от цели или неудачи.

Цель мониторинга политического риска достаточно ясна: защитить зарубежные инвестиции компаний путем прогнозирования возможных рисков, возникающих в политической среде. При проведении анализа политический риск выводится из стабильности и направленности политики правительства данной страны.

До конца 70-х большинство международных фирм ограничивали свой анализ политического климата в стране качественными оценками, проведенными с использованием методов "old hands" ("старых знакомств") и "grand tours" ("больших туров"). Анализ проводился не регулярно, а лишь в тех случаях, когда решался вопрос о новых инвестициях. Если политический риск представлялся слишком высоким, инвестиции либо не размещались (принцип "go/no go"), либо к стоимости проекта добавлялась "премия за риск" для учета высокой вероятности потерь. До тех пор, пока не происходило крупной катастрофы, политический рейтинг страны не переоценивался.

Оценки политического риска по методу "old hands" представляют собой традиционные отчеты, составленные специалистами, обладающими знаниями о соответствующей стране и поддерживающими контакты с влиятельными и хорошо информированными лицами в этой стране (учеными, дипломатами, журналистами, бизнесменами). Главным недостатком этого метода является то, что компании в большой степени приходится полагаться на суждения аутсайдеров.

Метод "grand tour" предполагает посещение группой экспертов исследуемой страны и налаживание там контактов с местными лидерами, правительственными чиновниками и бизнесменами. Отрицательной чертой этого метода является возможное приукрашивание собираемой информации и излишне оптимистичный прогноз.

Наиболее систематичным качественным методом является метод Delphi (Дельфи), по которому на первом этапе аналитики компании разрабатывают систему переменных для конкретного случая, а затем привлекают широкий круг экспертов, которые определяют вес каждой переменной для рассматриваемой страны. Современные предсказатели политического риска являются обычными консультационными фирмами, учрежденными бывшими сотрудниками Государственного департамента и университетскими экспертами. Они готовят и микро-, и макроуровневые оценки для корпораций.

Качественный подход позволяет оценить специфику каждой конкретной ситуации. В некоторых случаях внимательное исследование различных специфических элементов, определяющих ситуацию, может быть более важным, чем проведение систематической количественной оценки. Большим недостатком этого метода является чрезмерная субъективность оценок. Старые стереотипы иностранного общества могут сыграть роковую роль при принятии решений. Дж. Саймон оценил этот подход как "спо-

радический, основанный на селективном, неконтролируемом восприятии или идеологических и личностных пристрастиях".

Р. Руммель и Д. Хинен обосновали необходимость комбинированного подхода, который позволил бы соединить субъективное восприятие иностранной среды с количественным анализом объективных данных для формирования общего восприятия (GESTALT) странового риска. В настоящее время комбинированный подход к оценке странового риска использует большинство фирм.

Формализация и моделирование макрополитических и макроэкономических рисков начали широко развиваться в середине 70-х. Рост задолженности развивающихся стран вызвал повышенный интерес к так называемым рискам неплатежеспособности. Специфическая природа этих рисков привела к необходимости систематического анализа макроэкономических данных, хотя при этом признавалась необходимость вовлечения некоторых субъективных элементов.

Количественный подход к оценке странового риска позволяет сравнивать различные страны по степени риска, используя единый числовой фактор риска, который суммирует относительное влияние определенного количества социально-политических факторов посредством различных политических и социальных индикаторов. Главным недостатком количественных методов является использование узкого определения политического риска и концентрация на ограниченном количестве подвидов риска, таких, как политическая нестабильность, валютный контроль и экспроприация. Полный список возможных рисков с разной степенью потенциального влияния на иностранные инвестиции гораздо шире и включает несколько сотен политических, экономических и социально-культурных факторов. Выбор факторов и определение их относительного веса остается основной проблемой количественного метода.

Другая проблема заключается в том, что попытка приспособить количественную шкалу рисков для международных сравнений наталкивается на отраслевую/проектную ориентированность большинства страновых рисков. Напр., добывающие отрасли гораздо больше подвержены экспроприации, чем высокотехнологичные производственные отрасли. Более того, то, что рассматривается как фактор риска для большинства отраслей (напр., политическая нестабильность), вполне может быть фактором дополнительных возможностей для некоторых других отраслей (напр., военно-промышленного комплекса). Поскольку различные страны обладают различным относительным уровнем риска для разных инвесторов, постольку сфера применения количественной шкалы странового риска сужается.

Для раннего обнаружения благоприятных или неблагоприятных тенденций в стране применяется метод агрегированных статистических данных. На этой основе в 70-е годы были разработаны две модели (PSSI; Ecological Approach), основанные на точных причинных взаимосвязях и опирающиеся, в первую очередь, на эконометрические и другие объективные данные. Модель Political System Stability Index была впервые описана Д. Генделем, Г. Вестом и Р. Мидоу. Измеряя напрямую серию дискретных компонентов политической и социальной среды (таких, как количество

мятежей, этнолингвистическая фрагментация, эффективность законодательства и др.), модель претендует на независимость от умозрительных заключений и искажений. С этой целью в модель вводились дополнительные конфиденциальные оценки по индексам, рассчитываемым по каждому компоненту.

Вторая модель, так называемый "экологический" подход Кнудсена (Knudsen's Ecological Approach), основывается на предположении, впервые высказанном Т. Гурром, о том, что высокая степень национальной фрустрации будет существовать там, где существует разрыв между ожиданиями людей и их благосостоянием (динамические концепции). Взаимодействуя с видимым иностранным сектором, эта фрустрация может привести к интервенции или экспроприации, причем иностранные фирмы послужат "козлом отпущения" в неспособности существующего политического порядка удовлетворить экономические и политические чаяния народа.

Вторую группу составляют экспертные оценки, являющиеся обычно конечным продуктом многоступенчатого консультационного процесса, который может вовлекать или не вовлекать метод Дельфи. Некоторые из этих отчетов используют эконометрические данные, но их основной характеристикой является прогрессивное ранжирование достаточно большого количества стран в соответствии с более или менее ясной логикой анализа. Первой фирмой такого рода стала служба BERI (Business Environment Risk Index). Составление рейтинга стран по уровню риска включает в себя несколько этапов: выбор переменных (политическая стабильность, степень экономического роста, степень инфляции, уровень национализации и др.), определение веса каждой переменной (максимальный вес имеет переменная политической стабильности), обработка показателей по методу Delphi с использованием экспертной шкалы, выведение суммарного индекса, теоретически располагающегося в пределах от 0 до 100 (минимальный индекс означает максимальный риск, и наоборот). Как правило, индексы стран не достигают крайних значений.

Важнейшим инструментом для определения уровня странового риска является система рейтинговой оценки платежеспособности страны-заемщика и надежности ее финансовых (долговых) обязательств). Рейтинги представляют собой заключение не только о способности, но и о готовности заемщика своевременно оплачивать обязательства.

Сравнительные рейтинговые системы, использующие схожие методологии, разрабатываются консалтинговыми фирмами Frost & Sullivan (the World Political Risk Forecast), Business International and Data Resources Inc. (Policon). Большинство из них доступны в режиме on-line и, как в случае с Policon, пользователи могут исключать вес различных переменных либо включать свою собственную оценочную информацию. Большим шагом вперед стало создание банков политических данных (World Handbook of Political and Social Indicators).

Последней вышла на поле "экспертного" рейтинга Futures Group; ее отчеты Political Stability Prospects сочетают данные наблюдений в формальных моделях с экспертными оценками для создания индексов стабильности по вероятностному распределению.

Следует упомянуть две финансово ориентированные рейтинговые системы: Institutional Investor's Country Credit Rating и Euromoney's Country Risk Index, охватывающие 109 и 116 стран соответственно. В модели Euromoney рейтинг странового риска составляется путем комбинирования набора индикаторов типа Лондонской ставки предложений по межбанковским кредитам (LIBOR), первичного ценообразования, межбанковских кредитов и т.д. Для характеристики общих экономических и политических тенденций, таких, как степень национального контроля над ключевыми секторами экономики, политическая нестабильность, международный статус страны, изменения в торговом балансе правительства и фирм, применяются целые группы переменных. Количественные параметры используемых индикаторов обычно комбинируются с мнениями экспертов и формируют сложную динамическую модель, позволяющую прогнозировать развитие национальной и международной экономики. Преимущество индикаторов в их объективности и (в большинстве случаев) измеряемости, что позволяет быстро создавать точные отчеты о событиях. Однако крупной проблемой остается теоретическая обоснованность индикаторов. Другой проблемой является статичность рейтингов по определению: они рассматривают прошедшие события и условия, которые могут не иметь никакой связи с будущим.

Наиболее серьезной критике экспертные системы подвергаются за скрытую взаимосвязь между социально-экономическими факторами и политическим риском, что затрудняет применение рейтингов для решения специфических задач.

Наряду с экспертными оценками для исследования внутриполитической нестабильности как ключевого фактора политического риска применяется эконометрическое моделирование. В основе эконометрической модели, разработанной профессорами Сиракузского университета Вильямом Коплином и Майклом О'Лири и получившей наибольшую известность, лежат уравнения множественной регрессии. В модели Коплина-О'Лири политическая нестабильность рассматривается как такое явление политической жизни определенной страны, которое характеризуется широким применением насилия против правительства в виде заговоров, государственных переворотов, гражданских войн, межнациональных конфликтов и т.п. При этом различается нестабильность в правящей верхушке, связанная с борьбой за власть внутри правящего слоя, и социальная нестабильность, возникающая в результате активной деятельности оппозиционных социально-политических сил.

На уровне корпораций заключения об уровне риска в стране часто являются ничем иным, как "количественным описанием политической среды, включенным в инвестиционное предложение".

Примером экстенсивной встроенной модели является ESP (Economic, Social and Political system), разработанная фирмой Dow Chemical для своих операций в Латинской Америке. Метод предполагает предварительный сбор информации по определенной стране, посещение этой страны группой экспертов, верификацию информации посредством интервью с сотрудниками отделения фирмы и местными лидерами, окончательный анализ информации группой экспертов, составление сценариев возмож-

ного развития событий. Преимущество этого подхода в том, что он специально разработан для конкретных потребностей компании и привлекает к анализу как рядовых членов компании, так и высший руководящий состав, тем самым гарантируя, что отношение к результатам оценки будет достаточно серьезным. Однако этот метод достаточно дорог и требует большого количества времени.

Другим методом анализа и оценки политического риска является создание рейтинга стран по уровню риска на основе структурированного и стандартизированного списка вопросов.

Наиболее сложный, но эффективный подход, разработанный Shell Oil для оценки возможностей разведки, разработки и переработки нефти в определенной стране, и его последующие варианты (напр., модели, разработанные Risk Insights, Inc.), включают формальную спецификацию рассматриваемых отношений, экспертные мнения, обработанные методом лимитирования сужденческих ошибок, сложный статистический алгоритм, комбинирующий результаты агрегированных эконометрических данных и индивидуальных оценок. Главным ограничением метода является его дороговизна.

До 80-х годов в широком контексте сканирования внешней среды экономические и технологические области рассматривались как более важные и имеющие большее влияние на бизнес, чем политические и социальные, которые, как считалось, не только более сложны и неструктурированы, но и более неопределенны и менее предсказуемы. Тенденция относиться к социально-политическому развитию как к действию провидения, которым невозможно управлять и на который можно только реагировать тогда, когда действия уже становятся видимыми, определила недостаточную разработанность аналитических инструментов в этой области.

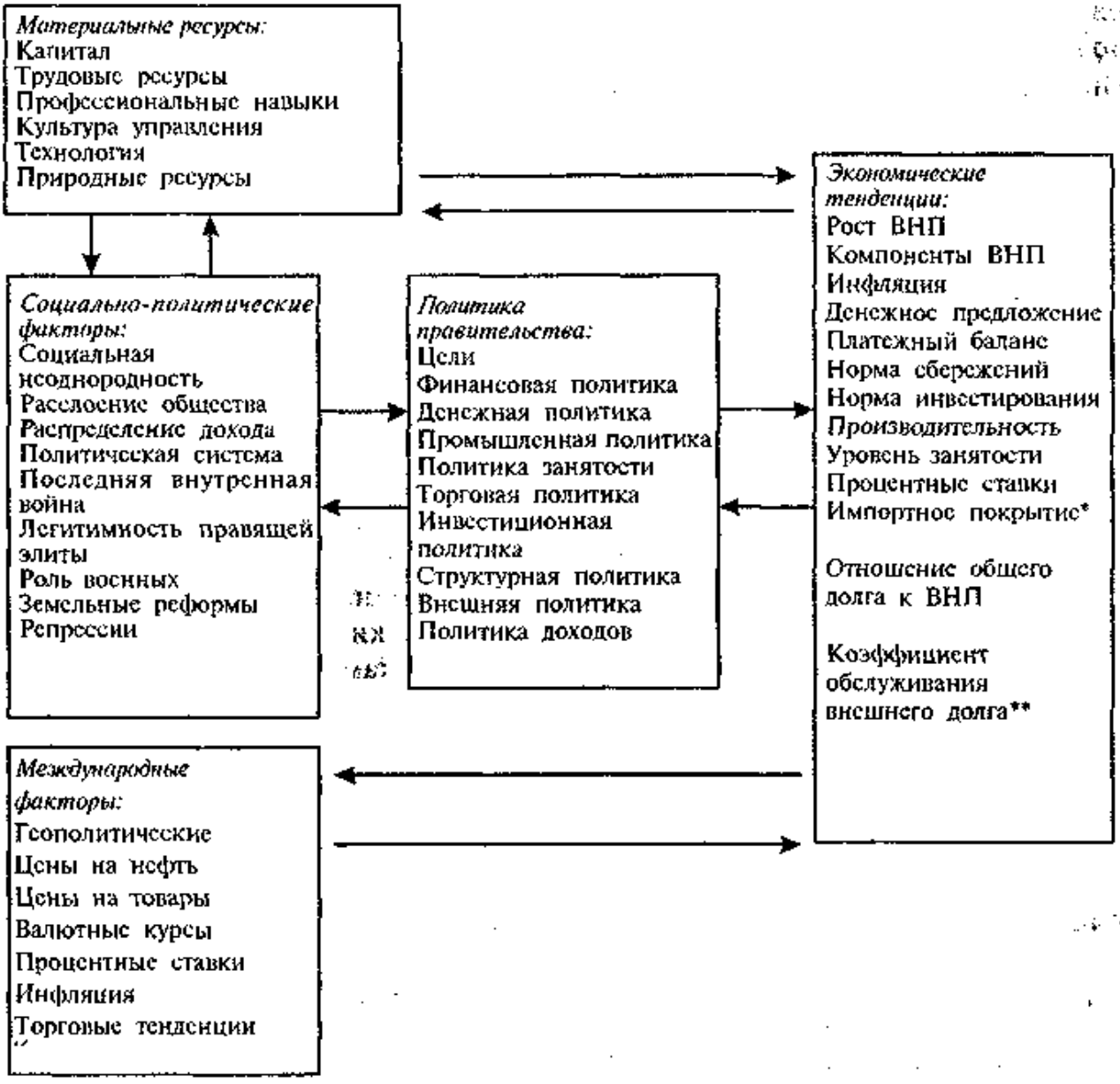
К пересмотру этой тенденции привели активные исследования по разработке подходящих социальных индикаторов, которые могли бы использоваться наряду с такими широко распространенными экономическими индикаторами, как валовой внутренний продукт (ВВП) и индекс потребительских цен. Социальные индикаторы, напр., "объективные" — такие, как статистически выраженные демографические сдвиги, или "перцептуальные" (поведенческие), типа изменения отношения к работе, обработанные и стандартизированные для международных сравнений, несомненно, станут важной составной частью количественных и качественных методов оценки политического риска. Селективные социально-политические индикаторы используются в некоторых методиках оценки странового риска как указатели политической стабильности. Р. Руммель и Д. Хинен используют такие индикаторы, как степень авторитаризма, переходные этапы экономики, уровень образования по отношению к безработице, баланс силы между военными и гражданскими властями.

Для оценки личностного фактора при анализе политического риска М. О'Лири и В. Коплином была разработана модель под названием Prince model. Анализируя твердость позитивной, нейтральной или негативной позиции конкретного лица, степень его влияния и значение для него данного вопроса (каждый критерий оценивается по пятибалльной шкале,

затем перемножается и суммируется по всем участникам), модель позволяет количественно (долей положительных баллов в общем количестве) рассчитать вероятность принятия того или иного решения правительством.

Б. Ливи разработал аналитическую сеть, интегрирующую социально-культурные переменные наряду со всеми неэкономическими факторами в количественный структурированный подход к оценке странового риска.

Общую схему взаимодействия политических, социальных и экономических факторов, определяющих уровень риска в стране, представил Ч. Кеннеди в работе "Управление политическим риском".



*Коэффициент обеспечения импорта страны валютными резервами.
**Отношение годовых платежей к экспорту страны

***Схема 2.* Взаимодействие политических, социальных и экономических факторов**

Наличие в недавнем прошлом страны гражданской войны, революции, военных переворотов, включаемых в показатель "последняя внутренняя война", считается прецедентом для возможного решения будущих конфликтов. Легитимность правящей элиты означает соблюдение большей частью населения правительственных распоряжений. Появление противоположных тенденций, а также высокая степень государственного насилия над гражданами (репрессии) усиливают вероятность политической нестабильности. Прогрессивные программы земельных реформ необходимы для устойчивого перехода от преимущественно аграрного к индустриальному обществу.

В классификации, предложенной Дж. дела Торре и Д. Некаром, выделяются внутренние и внешние источники политических и экономических факторов риска. Такое деление достаточно условно, поскольку факторы из различных групп могут оказывать влияние друг на друга.

Анализ внутренних экономических факторов позволяет составить общую характеристику экономического развития страны и выделить наиболее уязвимые области. Внешние экономические факторы определяют степень влияния внешних ограничений на внутреннюю экономическую политику: высокая степень зависимости и значительный размер внешней задолженности усиливают риск вмешательства правительства в инвестиционную деятельность. Проблема оценки внутренних социально-политических факторов – в значительной доле субъективности. При определенных условиях внешнеполитическая обстановка может сыграть роль катализатора политической нестабильности в стране.

Множество подходов, описанных выше, высвечивает сложность и многоразмерность проблемы анализа и оценки политического риска. Все рассмотренные модели имеют определенные преимущества и недостатки. Экспертные системы критикуются за то, что в них не всегда четко прослеживаются причинные отношения. Эконометрические модели часто страдают сложностью обеспечения текущими источниками данных большинства независимых переменных, необходимых для анализа. Встроенные модели могут быть дороги, продолжительны во времени и географически ограничены. Из этого следует, что оптимальный подход должен сочетать лучшие стороны каждого из методов и давать возможность измерять макрориски и интерпретировать их применительно к проектно-специфическим условиям.

Следует отметить, что, например, анализ политического риска в России имеет некоторую специфику.

Во-первых, политическая традиция, несовершенство демократических институтов и переломный момент исторического развития обусловили значительную роль личностного фактора, которому необходимо уделять дополнительное внимание при оценке политического риска.

Во-вторых, существенным фактором неопределенности является наличие множества разнотипных политико-территориальных образований, обладающих различным экономическим потенциалом, разнородных по национальному составу и опирающихся на разные исторические, политические, культурные и религиозные традиции. Региональные конфлик-

ты оказывают как прямое воздействие на общую политическую обстановку, так и косвенное влияние на ситуацию в других регионах, поскольку решение региональных проблем требует дополнительных субсидий, что ведет к росту дефицита федерального бюджета, изменениям в налоговом законодательстве, сокращению социальных расходов (а следовательно, возрастанию социальной напряженности), увеличению размера государственного долга, колебаниям процентных ставок и валютного курса, т.е. ухудшению политического и инвестиционного климата в стране. Недостаточный учет региональной специфики, пожалуй, является основным недостатком существующих зарубежных методик при их экстраполяции на Россию. Для адекватного анализа политического риска необходимо проведение подробных исследований отдельных регионов (или групп регионов), учет относительного "веса" каждого региона (группы), включение региональных индикаторов в общую схему оценки странового риска.

К середине 90-х годов политический фактор по силе своего воздействия на ход событий в России превзошел все прочие. В целом риск, вызываемый текущими политическими процессами, крайне высок, и может быть охарактеризован как ***риск переходного периода:*** любые события в политической жизни могут иметь последствия гораздо более разрушительные, чем в стабильно развивающейся стране.

Методы оценки рисков

Риск характеризуется как опасность возникновения непредвиденных потерь ожидаемой прибыли, дохода, имущества или денежных средств в связи со случайным изменением условий экономической деятельности и неблагоприятными обстоятельствами.

Виды рисков

Обычно выделяют 2 вида риска: **системный и специфический риски.**

Системный риск представляет собой риск глобальных негативных изменений в банковской, финансовой системе и в экономике страны, влияющий на рынок в целом. Системный риск подразумевает значительные потери, вызываемые снижением стоимости активов, невыполнением своих обязательств контрагентами и нарушениями в работе платежных систем. В рамках системного кризиса риски различных видов, независимые в стабильной ситуации, показывают значительную корреляцию.

К системным рискам можно отнести:

1) риск изменения процентной ставки – риск, связанный со снижением или повышением процентной ставки центральным банком страны. При снижении процентной ставки уменьшается стоимость кредитов, получаемых компаниями, и увеличивается их прибыль, что является благоприятным для рынка акций. И наоборот, увеличение процентной ставки негативно влияет на рынок.

2) инфляционный риск – вид риска, вызванный ростом инфляции. Рост инфляции уменьшает реальную прибыль компаний, что негативно

влияет на рынок, а также вызывает появление другого риска – риска изменения процентной ставки.

3) валютный риск – риск, возникающий вследствие как политических, так и экономических факторов, связанный с резким изменением курса валюты.

4) политический риск – угроза негативного воздействия на рынок из-за смены правительства, режима государственного устройства, угрозы войны и т.п.

Специфический риск (несистемный или диверсифицируемый риск) вызывается событиями, относящимися только к конкретной компании или эмитенту, такими, как управленческие ошибки, заключение новых контрактов, выпуск новых продуктов, слияния, приобретения и т.п. Эти риски называют также «рисками отдельных ценных бумаг» или «уникальными рисками», поскольку такие риски, как правило, бывают присущи ценным бумагам определенной компании или, более того, только конкретным финансовым инструментам. К несистемным относятся следующие категории рисков:

- **риск потери ликвидности** – спрос на те или иные ценные бумаги может подвергаться значительным изменениям, в том числе пропадать на продолжительные периоды времени;
- **предпринимательский риск** – стоимость ценных бумаг (в частности, акций) любой компании зависит от того, насколько успешно компания развивается в выбранном ею направлении;
- **финансовый риск** – цена акций компании может колебаться в зависимости от проводимой ее руководством финансовой политики. Так, например, степень финансового риска увеличивается, если в финансировании деятельности компании ее руководство большое значение придает выпуску корпоративных долговых обязательств;
- **риск невыполнения обязательств** – эмитент, в силу различных причин (например, банкротство), может оказаться не в состоянии выполнить в срок или вообще выполнить свои обязательства перед держателями его ценных бумаг.

Риск и доход

По существу, соотношение между риском и доходом оценивается так: чем выше риск, тем больший доход рассчитывает получить инвестор. Как правило, долгосрочные инвесторы подвергаются большему риску, поэтому они обычно получают более высокие доходы в долгосрочной перспективе.

Оценка рисков

Под «оценкой риска» подразумевается его количественное измерение. Современный подход к проблеме оценки риска включает два различных, но дополняющих друг друга подхода:

- метод оценки стоимости риска – **VaR** (Value-at-Risk), базирующийся на анализе статистической природы рынка;
- метод анализа чувствительности портфеля к изменениям параметров рынка – **Stress or Sensitivity Testing.**

3.2. Индикаторы финансовой уязвимости переходных экономик

В 2000 г. Дэррик Ригл и Доминик Сальватор в работе «Прогнозирование финансовых кризисов в переходных экономиках» выявили несколько макроэкономических индикаторов уязвимости к финансовым кризисам, позволяющих спрогнозировать время и место потенциального кризиса, и проверили их прогнозную силу на примере азиатских стран (Reagle D., Sakvatore D. 2000).

Они сконцентрировались на шести фундаментальных индикаторах, которые должны отслеживаться каждой страной с развивающимся рынком.

1. Дефицит текущего счета платежного баланса (в % к ВВП). В 1996 году этот показатель превышал пороговое значение – 4-5% – в четырех из пяти затронутых азиатским кризисом стран (Таиланд – 7.9%, Южная Корея – 4.7%, Малайзия – 4.9%, Филиппины – 4.7%, Индонезия – 3.3%).

2. Долгосрочный долг (в % к ВВП). Значения этого показателя для всех азиатских стран, пострадавших от кризиса, было выше порогового значения в 30% (Таиланд – 50.3%, Южная Корея – 32.13.%, Малайзия – 42.1%, Филиппины – 47.3%, Индонезия – 59.7%).

3. Краткосрочный долг (в % к ВВП). В 1996 году большинство кризисных азиатских стран превысили допустимый порог – 8-10% (Таиланд – 20.8%, Южная Корея – 10.3%, Филиппины – 9.1%, Индонезия – 14.9%).

4. Разница между прямыми иностранными инвестициями и дефицитом текущего счета платежного баланса (в % к ВВП). В 1996 году пороговое значение этого показателя в 2-3% выявило три из пяти проблемных стран (Таиланд – 6.8%, Южная Корея – 5.2%, Малайзия – 4.0%, Филиппины – 0.6%, Индонезия – 1.4%).

5. Платежи по долгу к экспорту (в %). Точное пороговое значение данного показателя неизвестно, однако эмпирически установлено, что в Мексике в 1994-1995 гг. он составлял 28.1%, в Индонезии – в 1996 году –36.8%. Другие азиатские страны имели более низкие значения (Таиланд-11.5%, Южная Корея – 7.0%, Малайзия – 8.2%, Филиппины – 13.7%), которые не предсказывали будущих проблем.

6. Число месяцев покрытия валютных резервов. Значения показателя меньше 3-4 месяцев свидетельствует о возможных финансово-экономических проблемах в будущем (в Таиланде – 5.1, Южной Корее – 1.1, Малайзии – 3.3, в Филиппинах – 2.3, Индонезии – 5.5 месяцев).

Для оценки предсказательной силы выбранных индикаторов относительно возможного места финансового кризиса можно исследовать вероятность наступления финансового кризиса в регионе Юго-Восточной Азии. Используя данные Всемирного Банка за 1996 год для 55 стран с населением свыше 1 миллиона человек, они оценивают Probit-модель. В качестве зависимой переменной выступает бинарная переменная, принимающая значение в случае фактического наступления кризиса в рассматриваемой стране в 1997 г. и 0 – при его отсутствии.

Анализ показал, что вероятность наступления кризиса в четырех из пяти азиатских стран превышала 29%. Приняв значение за порог, отделя-

ющий кризисные страны от некризисных, авторы получили маленькие значения ошибки I и II рода.

Превышение порогового значения одним из показателей уязвимости не обязательно представляет собой угрозу для страны. Однако если пороговые значения превысили сразу несколько рассматриваемых показателей, это однозначно свидетельствует о высокой вероятности наступления финансового кризиса. В связи с этим авторы строят агрегированный индикатор, выявляющий пороговые значения, которые будут значимы при рассмотрении всех переменных. В совокупности получились следующие пороговые значения:

- текущий счет платежного баланса не должен превышать 2% к ВВП;
- внешний долгосрочный долг должен быть не больше 28% ВВП;
- краткосрочный внешний долг не должен превышать 8% ВВП;
- разница между прямыми иностранными инвестициями и дефицитом текущего баланса должна быть не меньше 1% ВВП;
- платежи по долгу к экспорту должны быть не более 36%;
- число месяцев покрытия валютных резервов должно быть не более шести.

Высокая вероятность наступления финансового кризиса означает, что более четырех из рассматриваемых шести переменных выпадают из допустимых границ.

3.3. Агентства кредитного рейтинга и их значение

Важнейшим инструментом для определения уровня странового риска является система рейтинговой оценки платежеспособности страны-заемщика и надежности ее финансовых (долговых) обязательств. Рейтинг представляет собой заключение не только способности, но и готовности заемщика своевременно оплачивать обязательства (Standard & Poor's, 2001).

Следует отметить, что страновые рейтинги не сводятся к суверенным. Последние являются оценкой кредитных рисков национальных правительств и никак не отражают риск дефолта со стороны других эмитентов-государственных и частных компаний. Однако рейтинг национального правительства является своего рода ориентиром, с учетом которого определяются рейтинги прочих эмитентов данной страны. Рейтинги частных эмитентов практически никогда не превышают рейтинг национального правительства («суверенный потолок») и обычно находятся либо на том же уровне, что и суверенный рейтинг, либо ниже.

Услуги по составлению рейтингов предоставляются двумя типами институтов, которые получили развитие с 1970-х годов по мере диверсификации финансовых рынков и роста многообразия заемщиков.

Первый тип институтов, формирующих костяк мировой индустрии рейтиновых услуг – это широко известная группа международных рейтинговых компаний (Moody's, Standard&Poor's, Fitch) и др., которые оценивают надежность разного рода долговых обязательств и составляют кредитные рейтинги (рейтинги платежеспособности) их эмитентов. Ко второму типу институтов относится сравнительно небольшая группа международных аналитических агентств и служб (Institutional Investor, Economist Intelligence Unit, Международный справочник страновых рисков, служба

журнала Euromoney), составляющих интегральные индексы странового риска с целью ранжирования стран и регионов по степени надежности и качеству мировых заемщиков.

Рейтинги, присваиваемые рейтинговыми компаниями национальным правительствам, отражают уровень суверенного риска данных стран (степень надежности их официальных долговых обязательств), тогда как аналогичные страновые рейтинги, публикуемые аналитическими агентствами, дают представление о страновом риске в целом, то есть о принципиальной способности всей совокупности экономических агентов данной страны.

Функции рейтингов. Попадание в рейтинговые списки ведущих агентств особенно важно для развивающихся и реформируемых стран, поскольку факт получения рейтинга (даже если он далек от высшего) убеждает потенциальных инвесторов и кредиторов в позиции открытости страны во взаимоотношениях с мировым сообществом, в ее готовности подчиняться дисциплине мировых рынков, не говоря уже об иллюстрации фактической стороны дела (надежность конкретных бумаг, кредитоспособность и т.п.). Подобное улучшение международного имиджа дает стране ряд важных экономических преимуществ: во-первых, право осуществлять государственные заимствования на международном рынке капитала на более льготных условиях, чем прежде, и на более длительный срок; во-вторых, право национальных компаний и региональных администраций выдвигать официальную заявку на присвоение международного кредитного рейтинга (согласно процедуре, практикуемой большинством агентств, присвоение компаниям-эмитентам индивидуальных рейтингов считается официальным лишь после получения официального рейтинга правительством страны); в-третьих, возможность шире привлекать иностранные инвестиции, поскольку наличие рейтинга снижает риск неопределенности в отношении возможных потерь инвесторов на территории данной страны.

Отражая уровень риска при инвестициях в данную страну и ее ценные бумаги, страновые кредитные рейтинги дают инвестору представление не только об угрозе возможных финансовых потерь в случае ситуации неплатежа, но и о каналах получения дополнительных доходов. На этом основано стремление инвесторов «определить рынок», то есть получить с помощью рейтингов информацию о будущих хозяйственных тенденциях раньше, чем появятся соответствующие ценовые сигналы в виде курсов акций и других доходных ценных бумаг.

Таблица 7

Таблица Рейтинг-облигаций

«Мудиз»	Стэндард энд пурз	
Aaa	AAA	Высококачественные инвестиционные облигации. Самый высокий рейтинг, степень вероятности выплаты номинала и процентов очень высока
Aa	AA	Высококачественные инвестиционные облигации. Высокое значение по всем стандартам, но курс несколько ниже, так как понижена степень надежности

A	A	Инвестиционные облигации среднего качества, имеют много хороших инвестиционных свойств, но чувствительны к неблагоприятным изменениям в экономике.
Baa	BBB	Инвестиционные облигации среднего качества. По этим облигациям выплачиваются номиналы и проценты, но они слабо защищены от влияния неблагоприятных экономических условий
Ba	BBB	Спекулятивные выпуски. Обычно имеют среднюю степень защиты номинала и процентов в разные экономические периоды (это один их рейтингов «бросовых» облигаций).
Ba	B	Спекулятивные выпуски. Обычно не имеют хороших инвестиционных свойств. Вероятность выплаты номинала и процентов невелика; это также рейтинг «бросовых» облигаций
Caa	CCC	Высокорискованные облигации. Низкокачественные выпуски, обязательства по которым или не выполняются, или существует степень невыполнения
Ca	CC	Высокорискованные облигации. Высокоспекулятивные выпуски, обязательства по которым часто не выполняются. Обладают также другими рыночными недостатками
C		Высокорискованные облигации. Такие выпуски считаются также не имеющими инвестиционных качеств.
C		Высокорискованные облигации. Это рейтинг доходных облигаций, по которым не выплачиваются проценты
D		Высокорискованные облигации. Обязательства по этим выпускам не выполняются; проценты и суммы погашения депонированы эмитентом.

Источник: Moody's Bond Record and Standard & Poor's Bond Guide

Рейтинговые агентства являются в определенном смысле профессионалами в получении и обработке информации, и потому они генерируют совершенно неизвестную информацию финансовым рынкам о риске дефолта. Изменение суверенных кредитных рейтингов в этом случае, раскрывая новую информацию о платежеспособности страны, может повлечь сдвиги на финансовых рынках. Такое влияние рейтингов может отразиться как на финансовых рынках данной страны, так и перекинуться поверх национальных границ. Понижение суверенного рейтинга и отрицательные прогнозы его пересмотра оказывают более сильное влияние на экономики, чем позитивная корректировка рейтингов. Кроме того, эффект от повышения или понижения рейтингов сильнее проявляется на рынках переходных экономик, где проблемы прозрачности и асимметрии информации еще не до конца решены. Рейтинги могут рассматриваться в качестве сигна-

лов раннего предупреждения кризисных ситуаций, позволяющих инвесторам своевременно принять правильные решения о перераспределении своих капиталов, и если да, то насколько качественно они выполняют эту роль.

Краткие выводы:

Риск определяется как опасность потерь или упущенной выгоды, измеряемой ожидаемой волантильностью (колеблемость, изменчивость) дохода по инструменту. Основная цель анализа риска страны – это оценить кредитоспособность страны, т.е. ее будущую экономическую и политическую способность. В современных условиях оценка риска является теоретической базой для принятия решений в политике и экономике. Для преодоления неопределенности, с которой сталкиваются инвесторы в зарубежной стране, проводится анализ странового риска (country risk), определяющего «вероятность того, что суверенное государство или независимые кредиторы в определенной стране не будут иметь возможности или желания выполнить свои обязательства по отношению к иностранным кредиторам и/или инвесторам». Для оценки риска страны используются временные горизонты: краткосрочный период – сроком до одного года; средне- и долгосрочный период – от 5 до 7 лет. Важнейшим инструментом для определения уровня странового риска является система рейтинговой оценки платежеспособности страны-заемщика и надежности ее финансовых (долговых) обязательств. Рейтинг страны представляет собой заключение не только о способности, но и о готовности заемщика своевременно оплачивать обязательства.

Контрольные вопросы:

1. Что такое страновый риск?
2. Какие разновидности странового риска анализируются странами-заемщиками?
3. Что относится к коммерческому риску и политическому риску?
4. Перечислите источники факторов риска.
5. Что включается в экономические факторы?
6. Что включается в политические факторы?
7. Для каких целей используется рейтинговая система с позиций управления кредитными рисками?
8. Какие функции выполняют рейтинговые агентства?

Литература:

1. *Аникин А.В.* О типологии финансовых кризисов // Вестн. Моск. ун-та. Сер.6. Экономика. – 2001. – №4. – С.43-54.
2. *Балацкий Е.* Международный финансовый кризис 1997-1999 гг. и российская экономика // Экономист. – 2000. – №5. – С.86-96.

3. *Борисоглебская А.А.* Мировой финансовый кризис // США: экономика, политика, идеология. – 1998. – №5. – С.33-46.

4. *Быков А.* Мировой финансовый кризис и его уроки для России // Независимая газ. – 1998. – 14 окт. – С.12.

5. *Кидуэлл Д., Петерсон Р., Блэкуэлл Д.* Финансовые институты, рынки и деньги. СПб.; М.; Харьков; Минск, 2000. Гл. 11. Международные рынки кредитов и валюты.

6. *Ковалев В.В.* Введение в финансовый менеджмент. М.: Финансы и статистика, 1999. § 15.5. Международные аспекты финансового менеджмента.

7. *Котелкин С. В.* Основы международного валютно-финансового менеджмента: Тексты лекций. СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 1996.

8. *Котелкин С. В., Тумарова Т.Г.* Основы международных валютно-финансовых отношений: Учеб. пособие. СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 1997.

9. *Кругман П., Обстфельд М.* Международная экономика. Теория и политика. М.: ЮНИТИ, 1997. Ч. III. Валютные курсы и макроэкономика открытой экономики; гл. 19. Международная валютная система 1870— 1973 гг.; гл. 21. Оптимальные валютные зоны и европейский опыт.

10. *Линдерт П.Х.* Экономика мирохозяйственных связей. М.: Прогресс-Универс, 1992. Разд. III. Что такое валюта? Гл. 14. Валютный рынок; гл. 15. Факторы валютного курса; Приложение 4. Срочный валютный рынок.

11.Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: Учебник/ Под ред. Л.Н. Красавиной. М.: Финансы и статистика, 2001.

12. *Доронин И. Г.* Международный финансовый кризис: Причины и последствия // Деньги и кредит. – 1999. – №2. – С.34-39.

13. *Быков П.* Великая распродажа // Эксперт. – 2000. – №16. – С.14-18.

14. *Королев И.* Мировая экономика после финансового кризиса // Мировая экономика и междунар. отношения. – 1998. – №7. – С.41-49.

15. *Меньшиков С.* Азиатский финансовый кризис и мировая экономика // Пробл. теории и практики упр. – 1998. – №2. – С.40-44.

16. *Монтес М. Ф.* Азиатский вирус или голландская болезнь?: Теория и история валютных кризисов в России и других странах / М.Ф. Монтес, В.В. Попов. – М., 2000. – 135 с.

17. *Неймышев П. А.* Азиатский кризис и его влияние на российский финансовый рынок // Финансы. – 1998. – №8. – С.54-56.

18. *Табб У.К.* Восточноазиатский финансовый кризис // Пробл. теории и практики упр. – 1999. – №6. – С.29-36.

19. *Шинкаренко П.* Чему учат финансовые кризисы? // Пробл. теории и практ. управл. – 2003. – №2. – С.118-121.

Глава 4. РЕФОРМА ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА В ПЕРЕХОДНЫХ ЭКОНОМИКАХ И СТРАНАХ ЕВРОПЕЙСКОГО СОЮЗА

4.1. Банковский сектор

Переход (transition) – это процесс, состоящий из трех типов изменений: ***стабилизация, либерализация и институциональное реструктурирование***.

Банк – это автономное, независимое, коммерческое предприятие. В этом главное для понимания его сущности. Конечно, банк – это не завод, не фабрика, но у него, как у любого предприятия, есть свой продукт. Продуктом банка является, прежде всего, формирование платежных средств (денежной массы), а также разнообразные услуги в виде предоставления кредитов, гарантий, поручительств, консультаций, управления имуществом. Деятельность банка носит производительный характер.

В условиях рынка банки являются ключевым звеном, питающим народное хозяйство дополнительными денежными ресурсами. Современные банки не только торгуют деньгами, одновременно они являются аналитиками рынка. По своему местоположению банки оказываются ближе всего к бизнесу, его потребностям, меняющейся конъюнктуре. Таким образом, рынок неизбежно выдвигает банк в число основополагающих, ключевых элементов экономического регулирования.

Банк – финансовое предприятие, которое сосредотачивает временно свободные денежные средства (вклады), предоставляет их во временное пользование в виде кредитов (займов, ссуд), посредничает во взаимных платежах и расчетах между предприятиями, учреждениями или отдельными лицами, регулирует денежное обращение в стране, включая выпуск (эмиссию) новых денег.

Банковская система – совокупность различных видов национальных банков и кредитных учреждений, действующих в рамках общего денежно-кредитного механизма; включает Центральный банк, сеть коммерческих банков и других кредитно-расчетных центров. Центральный банк проводит государственную эмиссионную и валютную политику, является ядром резервной системы. Коммерческие банки осуществляют все виды банковских операций.

Банковская система выполняет важнейшие макроэкономические функции, связанные с трансформацией сбережений в инвестиции и обеспечением бесперебойного функционирования системы расчетов в народном хозяйстве. В денежно-кредитной сфере ее основная роль заключается в создании денег, наряду с центральным банком, и формировании процентной ставки по депозитам и кредитам. Однако выполнение банками их функций в значительной мере зависит от характера экономической системы.

В административно-командной системе деятельность банковской сферы была подчинена основной задаче – выполнению народнохозяйственных планов. Как следствие, природа денег и кредита отличалась от свой-

ственной рыночной экономике. В частности, в советские времена кредит был «системно невозвратным». В современной рыночной экономике банковская система становится составной частью более сложной – финансовой, включающей в себя многочисленные финансовые рынки (валютный и рынок ценных бумаг). Банковский кредит перестает быть преобладающим источником внешнего финансирования для предприятий, поскольку развиваются рынки долговых ценных бумаг, прежде всего, облигаций.

Проблемы реформирования банковской системы и способы их решения

Перед странами с переходной экономикой встала задача трансформировать банковскую систему. Сложность ее определялась тем, что изначально банки не были готовы взять на себя функции, свойственные финансовым институтам в рыночной экономике.

Одной из первых проблем банковских систем в странах с переходной экономикой стали «плохие кредиты». Ее причинами были, с одной стороны, системно невозвратный характер кредита в прежней плановой экономике, а с другой – резкое ухудшение положения предприятий и снижение реальных доходов населения в условиях трансформационного кризиса.

Существовало несколько вариантов решения этой проблемы: списание долгов банкам с последующим прекращением кредитования убыточных предприятий, списание долгов и продолжение кредитования, сохранение долгов на балансах коммерческих банков и помощь им со стороны государства, переложение всей тяжести проблемы на коммерческие банки. Практически в странах с переходной экономикой на различных этапах применялись все перечисленные варианты, а также их комбинации. Но в любом случае проблема «плохих долгов» сохранялась надолго. Постоянно возникали своеобразные «порочные круги», например, списание долгов – продолжение кредитования убыточных предприятий – накопление новых «плохих долгов»; списание долгов – прекращение кредитования – ухудшение положения предприятий – сокращение депозитной базы банков; сохранение долгов на балансах банков – временное ослабление остроты проблемы в связи с высокой инфляцией — снижение темпов инфляции — возобновление проблемы. Добавим, что не исключено возникновение и других «порочных кругов».

Решение проблемы «плохих долгов» на первом этапе не гарантировало от ее повторного появления. Во многих странах продолжался трансформационный спад, обусловленный, в частности, и институциональными факторами. Чешский ученый М. Хорчикова выделяет те из них, которые приводили к накоплению «плохих долгов» – отсутствие независимой кредитной политики у коммерческих банков и плохое управление государственными компаниями.

На начальном этапе переходного периода эти проблемы уже породили кризисы в банковских системах Венгрии и Хорватии. Создание двухуровневой банковской системы в Венгрии в конце 80-х годов сопровождалось

специализацией банков по отраслевому признаку. Это позволило сохранить определенные взаимосвязи между предприятиями и банками, но предопределило и продолжение кредитования убыточных предприятий.

В странах с развитой рыночной экономикой сложились двухуровневые банковские системы. Верхний уровень системы представлен центральным (эмиссионным) банком. На нижнем уровне действуют коммерческие банки, подразделяющиеся на универсальные и специализированные банки (инвестиционные банки, сберегательные банки, ипотечные банки, банки потребительского кредита, отраслевые банки, внутрипроизводственные банки), и небанковские кредитно-финансовые институты (инвестиционные компании, инвестиционные фонды, страховые компании, пенсионные фонды, ломбарды, трастовые компании и др.).

Центральный (эмиссионный) банк в большинстве стран принадлежит государству. Но даже если государство формально не владеет его капиталом (США, Италия, Швейцария) или владеет частично (Бельгия – 50%, Япония – 55%), центральный банк выполняет функции государственного органа. Центральный банк обладает монопольным правом на выпуск в обращение (эмиссию) банкнот – основной составляющей налично-денежной массы. Он хранит официальные золотовалютные резервы, проводит государственную политику, регулируя кредитно-денежную сферу и валютные отношения. Центральный банк участвует в управлении государственным долгом и осуществляет кассово-расчетное обслуживание бюджета государства.

По своему положению в кредитной системе центральный банк играет роль "банка банков", т. е. хранит обязательные резервы и свободные средства коммерческих банков и других учреждений, предоставляет им ссуды, выступает в качестве "кредитора последней инстанции", организует национальную систему взаимозачетов денежных обязательств либо непосредственно через свои отделения, либо через специальные расчетные палаты.

Коммерческие банки – основное звено кредитной системы. Они выполняют практически все виды банковских операций. Исторически сложившимися функциями коммерческих банков являются прием вкладов на текущие счета, краткосрочное кредитование промышленных и торговых предприятий, осуществление расчетов между ними. В современных условиях коммерческим банкам удалось существенно расширить прием срочных и сберегательных вкладов, средне- и долгосрочное кредитование, создать систему кредитования населения (потребительского кредита).

Инвестиционные банки (в Великобритании – эмиссионные дома, во Франции – деловые банки) специализируются на эмиссионно-учредительных операциях. По поручению предприятий, нуждающихся в долгосрочных вложениях и прибегающих к выпуску акций и облигаций, инвестиционные банки берут на себя определение размера, условий, срока эмиссии, выбор типа ценных бумаг, а также обязанности по их размещению и организации вторичного обращения. Учреждения этого типа гарантируют покупку выпущенных ценных бумаг, приобретая и продавая их за свой счет или организуя для этого банковские синдикаты, предоставляют покупателям акций и облигаций ссуды. Хотя доля инвестицион-

ных банков в активах кредитной системы сравнительно невелика, они благодаря их информированности и учредительским связям играют в экономике важнейшую роль.

Сберегательные банки (в США – взаимосберегательные банки, в ФРГ – сберегательные кассы) – это, как правило, небольшие кредитные учреждения местного значения, которые объединяются в национальные ассоциации и обычно контролируются государством, а нередко и принадлежат ему. Пассивные операции сберегательных банков включают прием вкладов от населения на текущие и другие счета. Активные операции представлены потребительским и ипотечным кредитом, банковскими ссудами, покупкой частных и государственных ценных бумаг. Сберегательные банки выпускают кредитные карточки.

Ипотечные банки – учреждения, предоставляющие долгосрочный кредит под залог недвижимости (земли, зданий, сооружений). Пассивные операции этих банков состоят в выпуске ипотечных облигаций. *Ипотечный кредит* – это долгосрочная ссуда, выдаваемая ипотечными, коммерческими банками, страховыми и строительными обществами и другими финансово-кредитными учреждениями под залог земли и строений производственного и жилого назначения. Ипотечный кредит применяется, главным образом, в сельском хозяйстве, а также в жилищном и других видах строительства. В результате увеличивается размер производительно используемого капитала.

Коммерческими банками, фирмами – поставщиками оборудования, финансовыми компаниями предоставляются кредиты промышленно-торговым корпорациям под залог машин и оборудования в том случае, если сумма ипотечного кредита ниже рыночной стоимости закладываемого оборудования и других активов корпораций. Кроме того, размеры ипотечного кредита уменьшаются в зависимости от степени износа закладываемого оборудования.

Процентные ставки по ипотечному кредиту определяются спросом и предложением и дифференцируются в зависимости от финансового положения заемщика.

Ипотечный кредит широко распространен в странах с рыночной экономикой. Ссуды выделяются на жилищное и производственное строительство под высокий процент (10-20%).

Банки потребительского кредита – тип банков, которые функционируют, в основном, за счет кредитов, полученных в коммерческих банках, и выдачи краткосрочных и среднесрочных ссуд на приобретение дорогостоящих товаров длительного пользования и т.д.

Главную роль в банковском деле играют банковские группы, в составе которых выделяются головная компания (крупный банк – холдинг), филиалы (дочерние общества), а также представительства, агентства, отделения.

Банковский холдинг представляет собой держательную (холдинговую) компанию, владеющую пакетами акций и иных ценных бумаг других компаний и осуществляющую операции с этими ценными бумагами. Помимо чистых холдингов, занимающихся только указанными операциями, существуют смешанные холдинги, которые, кроме того, ведут пред-

принимательскую деятельность в различных сферах экономики. В этом случае холдинг создается, как правило, в связи с основанием головной компанией дочерних производственных фирм.

Особенность посреднической функции коммерческих банков состоит в том, что главным критерием перераспределения ресурсов выступает прибыльность их использования заемщиком. Перераспределение ресурсов осуществляется по горизонтали хозяйственных связей от кредитора к заемщику, при посредстве банков без участия промежуточных звеньев в лице вышестоящих банковских структур, на условиях платности и возвратности. Плата за отданные и полученные взаймы средства формируется под влиянием спроса и предложения заемных средств. В результате достигается свободное перемещение финансовых ресурсов в хозяйстве. Значение посреднической функции коммерческих банков для успешного развития и функционирования рыночной экономики состоит в том, что они своей деятельностью уменьшают степень риска и неопределенности в экономической системе.

Коммерческие банки, выступая на финансовом рынке со спросом на кредитные ресурсы, не только мобилизуют имеющиеся в хозяйстве сбережения, но и формируют достаточно эффективные стимулы к накоплению средств. Стимулы к накоплению и сбережению денежных средств формируются на основе гибкой депозитной политики коммерческих банков.

Во всех странах с рыночной экономикой коммерческие банки занимают ведущее место в платежном механизме экономики. При оценке экономической роли коммерческих банков следует иметь в виду, что: кредитные операции способствуют увеличению объема и бесперебойности производства и реализации продукции потребителям; расчетные операции опосредствуют осуществление процессов оплаты продукции потребителями, а также взаимного контроля участников расчетных операций; операции с ценными бумагами увеличивают приток средств для развития производственной и торговой деятельности; кассовые операции и их регулирование позволяют улучшать снабжение оборота наличными деньгами.

Банк – финансовое предприятие, которое сосредотачивает временно свободные денежные средства (вклады), предоставляет их во временное пользование в виде кредитов (займов, ссуд), посредничает во взаимных платежах и расчетах между предприятиями, учреждениями или отдельными лицами, регулирует денежное обращение в стране, включая выпуск (эмиссию) новых денег.

Таким образом, банковская система – совокупность различных видов национальных банков и кредитных учреждений, действующих в рамках общего денежно-кредитного механизма; включает центральный банк, сеть коммерческих банков и других кредитно-расчетных центров.

В данное время в большинстве стран мира функционирует двухуровневая банковская система: первый уровень – центральный банк, второй – коммерческие банки и другие финансово-кредитные учреждения, осуществляющие отдельные банковские операции. В этой главе будут рассмотрены функции этих звеньев, т.е. центрального банка и коммерческих банков.

Функции центрального банка: банкнотная и безналичная эмиссия;

денежно-кредитное регулирование экономики; контроль за деятельностью кредитных учреждений; аккумуляция и хранение кассовых резервов других кредитных учреждений; кредитование коммерческих банков; кредитно-расчётное обслуживание правительства; хранение официальных золотовалютных резервов.

Главной функцией центрального банка является кредитное регулирование, которое осуществляется путем проведения политики минимальных резервов, открытого рынка и политики учётной ставки.

Основными функциями коммерческих банков являются: привлечение временно свободных денежных средств; предоставление ссуд; осуществление денежных расчетов и платежей в хозяйстве; выпуск кредитных средств обращения; консультирование и предоставление экономической и финансовой информации.

Пенсионные фонды являются второй важнейшей группой институциональных инвесторов, а в США и Великобритании – первой. Рост активов пенсионных фондов превосходит темпы роста ВВП, при этом, однако, это происходит за счет той группы стран, где традиционно развивалась накопительная система пенсионного обеспечения.

Доля акций в активах пенсионных фондов в начале 90-х годов составляла от 3 до 14% в Испании, Германии и Италии, Великобритании.

Надо отметить два взаимосвязанных явления: страны с накопительными пенсионными системами имеют более развитые рынки акций, чем страны с относительно неразвитыми рынками, и наоборот. В странах с формирующимися рынками низкий уровень развития пенсионных фондов, как и в целом институциональных инвесторов, напрямую связан с неразвитостью рынка ценных бумаг. Поэтому переход в них к накопительным пенсионным системам или радикальная реформа системы пенсионного обеспечения невозможны без наличия развитого рынка ценных бумаг и, в первую очередь, акций и корпоративных облигаций. Пенсионные фонды, вкладывая средства и в корпоративные ценные бумаги, создают реальную основу для будущих выплат, поскольку эти деньги направляются в основном на инвестиции, т.е. на создание условий для увеличения производства товаров и услуг.

Положительный момент пенсионной реформы: благодаря рыночной эффективности, частные пенсионные фонды смогут обеспечивать более высокую пенсию. Для этого необходима «благоприятная цепочка»: фонды идут на долгосрочные вложения, принимая краткосрочные колебания; формируется надежная база отечественных институциональных инвесторов, которая поддерживает отечественные рынки капитала в неблагоприятные периоды.

Необходимость соблюдения надлежащей последовательности реформ. Реформаторы экономик развивающихся стран хорошо усвоили, какое важное значение имеет порядок использования мер экономической либерализации. Этот вывод следует также и из базовой экономической теории: принцип наилучшего второго говорит нам о том, что когда экономика страдает от многочисленных недугов, излечение лишь некоторых из них может не улучшить ситуацию, а, напротив, значительно ее ухудшить. Обычно развивающиеся страны имеют множество проблем, поэтому данный вывод имеет для них особенно важное значение.

Рассмотрим, к примеру, случай либерализации перемещения капитала и проведения реформы финансового сектора. Очевидно, что было бы ошибкой разрешить свободное перемещение капитала до создания надежной системы регулирования и контроля отечественных финансовых институтов. В противном случае возможность осуществления заимствований за рубежом будет поощрять выдачу отечественными банками рискованных ссуд. Когда же в экономике наступает спад и приток иностранного капитала прекращается, то отечественные банки оказываются неплатежеспособными. Таким образом, развивающиеся страны должны проводить либерализацию перемещений капитала лишь после того, как их отечественная финансовая система окажется настолько устойчивой, чтобы надежно функционировать в условиях резких приливов и отливов зарубежного капитала. Экономисты также утверждают, что либерализация торговли должна предшествовать либерализации финансовых операций, отражающихся на счетах движения капитала. Это объясняется тем, что либерализация потоков капитала может вызвать повышенную неустойчивость обменных курсов и помешать перемещению факторов производства в экспортные отрасли из неэкспортных.

Чтобы дать свободной банковской системе надежную основу, вышеописанные меры необходимы, но совершенно не достаточны. Для достижения успеха нужны другие реформы, существенные для любой хорошо функционирующей рыночной экономики. И, прежде всего, следует выделить создание ясно определенных прав собственности. Подавляющая часть собственности, принадлежащей в настоящее время государству или каким-либо коллективам, должна быть как можно скорее приватизирована. Будущие владельцы должны получить ясное и недвусмысленное право собственности, предполагающее неограниченную свободу продавать, сдавать в аренду или использовать в качестве залога при получении ссуд. Установление системы надежных прав собственности позволит также людям — отдавая собственность банкам в залог — получать средства для начала или расширения собственного бизнеса. Возникнет класс предпринимателей, предъявляющих основной спрос на кредиты банков. В результате возникнет растущий спрос на услуги банков, а банки, удовлетворяющие этот спрос, получат источники прибыли.

Сами банки нуждаются в надежных законах, направляющих их деятельность. В целом банковские законы должны подчиняться тем же принципам, что и любое хорошее коммерческое право. Банки и другие фирмы нуждаются в варианте западных законов о корпорациях, которые бы четко определяли концепции невыполнения обязательств и банкротства, а также вытекающие отсюда права и обязанности. Вход в отрасль должен быть бесплатным и открытым для всех, кто отвечает определенным требованиям. Иностранные банки должны получить такие же права начинать и развивать дело, как и отечественные. Банки должны иметь право создавать и закрывать филиалы и отделения. Они должны иметь право заниматься любым бизнесом, в том числе страхованием, операциями с недвижимостью, с иностранной валютой и размещением ценных бумаг. Не должно быть никаких ограничений относительно размеров резервного капитала, соотношения между собственным и заемным капиталом, вели-

чиной процентов, взимаемых или уплачиваемых, выдаваемых ссуд и принимаемых депозитов. Не должно существовать поддерживаемых правительством систем страхования депозитов и помощи банкам, попавшим в сложные финансовые обстоятельства. Такого рода системы только подрывают готовность банков поддерживать порядок в своих делах, и тогда место капитала, о котором должны заботиться сами банки, занимают средства налогоплательщиков. Наконец, банки, как и другие важные организации, должны регулярно публиковать точные финансовые отчеты. Требования о раскрытии финансовой информации должны ориентироваться на американскую или британскую практику, но не на германскую и не на шведскую, где банки имеют право держать «скрытые» резервы за пределами баланса. Жесткие требования о раскрытии информации вдобавок к обычным наказаниям за мошенничество обеспечат приемлемо низкий уровень жульничества (Schuler, Selgin and Sinkey; 1991, p. 10).

Процесс построения банковской системы может быть серьезно облегчен участием иностранных банков, и правительство не должно их отпугивать. Они обладают преимуществом опыта и капитала, накопленных у себя дома. Несмотря на проблемы адаптации к новым условиям, у них будет преимущество перед отечественными банками, лишенными вначале капитала, опыта и репутации. С иностранными банками придет необходимый капитал, что ускорит становление банковской системы, увеличит объем кредитов и поможет распространению более адекватных систем учета, который столь плохо был поставлен в советском хозяйстве. Одновременно станет доступным практический опыт западных финансовых рынков, так что отечественным банкам будет у кого учиться — быстрее и с меньшими издержками, чем в любом другом случае.

Сказанное относится не только к банкам, но и к иностранным фирмам в целом. Прямые иностранные инвестиции облегчат перестройку структуры хозяйства, ускорят распространение западного опыта. Отечественные фирмы отчаянно нуждаются в капитале, и потребуется много лет, прежде чем предложение отечественного капитала станет достаточным. Правительства должны без колебаний поощрять иностранные инвестиции и противостоять ксенофобическим реакциям на иностранное «засилье» в экономике. Чем больше иностранцев, желающих обосноваться здесь и «скупить» страну, тем лучше. [Вспышки ксенофобии в ответ на приток иностранных инвестиций — далеко не новый сюжет. Как указывают Селгин, Шулер и Синки: «Британские инвестиции в США в течение более ста лет после завоевания независимости были так велики, что некоторые американцы боялись утратить экономическую свободу. На деле ничего такого не случилось. Британские инвестиции ускорили превращение США в крупнейшую промышленную нацию мира» (Selgin, Schuler and Sinkey; 1991, p. 17). Иностранные инвестиции — важный фактор хозяйственного развития стран с относительным недостатком собственного капитала. Приток иностранных вложений есть знак того, что инвесторы верят в перспективы хозяйственного роста и поэтому готовы инвестировать.

Прямые иностранные инвестиции желательны не только потому, что

капитал нужен для строительства заводов, восстановления инфрастуктуры, передачи делового опыта и т. п. Сочетание ряда факторов — большинство отраслей хронически неконкурентоспособны на мировых рынках, объем частной собственности, которая может быть продана иностранцам, невелик, резервы иностранной валюты незначительны, а потребность в различного рода импорте крайне настоятельна — означает, что у этих стран не может не быть большого дефицита текущего платежного баланса, финансировать который можно только за счет большого превышения по текущему балансу движения капиталов (т. е. за счет притока иностранных инвестиций). Значительные иностранные инвестиции необходимы для того, чтобы население не испытывало недостатка в продуктах питания и других благах, а промышленность не страдала из-за отсутствия сырья и других импортных материалов. Либеральный подход к иностранным инвестициям может существенно ускорить подъем экономики. Без этого потребители еще годами не получат необходимого, промышленность надолго окажется скованной узостью финансовой базы, а экономический подъем будет болезненным и очень медленным

В Центральной и Восточной Европе это означает передвижение от социалистической системы с плановой централизованно ориентированной организацией экономики к капиталистической системе, которая характеризуется наличием частной собственности и децентрализацией управления экономикой.

Реформы в Восточной Европе и в России, в сущности, очень похожи: используются одни и те же инструменты (приватизация, либерализация цен и так далее), предпринимаются схожие меры по выходу из кризиса социально-экономической системы. Основные различия в проведении реформ выявляются не из-за принципиально различных методов реформирования, а из-за той базы, на которой начались реформы, которая и является трансформируемой. Необходимо отметить, в чем состоят эти различия:

- структура собственности;
- уровень либерализации цен в стране;
- степень либерализации повседневной жизни граждан;
- количество (качество) рыночных элементов в дореформенной экономике;
- направленность экономики страны и ее зависимость от других социалистических стран;
- проникновение в экономику и ее связь со странами развитого капитализма.

Естественно, существуют и другие различия, здесь были перечислены несколько основных.

Страны Восточной Европы имели гораздо более открытые и свободные экономики, их нельзя, конечно, назвать рыночными, но элементы рынка присутствовали здесь и были достаточно значимы для экономик этих стран. Это определило то, что в этом регионе реформы начались гораздо раньше, чем в СССР, а главное, имели более приближенные к конечному результату базовые условия. В таблице 8 показано, насколько различны были эти условия между социалистическими

странами (в качестве примера взята доля государственного сектора в добавленной стоимости).

Таблица 8

Доля государственного сектора в добавленной стоимости

Страна	Доля (%)
СССР	96,0
Чехословакия	97,0
Польша	81,7
Венгрия	73,6

Цифры, приведенные в таблице, показывают нам, насколько экономика страны зависела от государственной системы распределения ресурсов. Если сравнить эти данные с нынешним положением в этих странах, то можно проследить четкую тенденцию: чем выше была доля государственного сектора в добавленной стоимости, тем тяжелее проходят реформы в данной стране.

Для анализа исходной базы можно взять и другие показатели, например, долю регулируемых цен. Итог сравнения других показателей будет приблизительно таким же, как и в рассмотренном нами примере.

Можно выделить два основных сценария развития реформ в бывших социалистических странах.

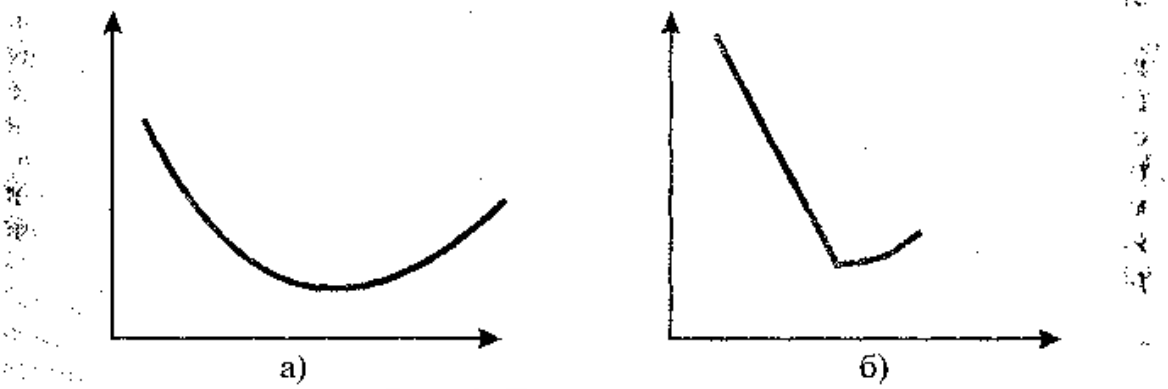


Рис. 4. **Два сценария кризиса**

На рис.4 схематически изображены два процесса развития кризиса: рисунок а) характерен для стран, где до реформ были относительно развиты рыночные отношения (Польша, Венгрия, Словакия, Чехия); рисунок б) – для стран с экономикой, где практически не было признаков рынка (Россия, Украина и др.).

Существует множество сценариев управления финансовыми кризисами. Одни из них предполагают более долгий, спокойный и, к сожалению, дорогой путь, другие являются более жесткими, реализуемыми в условиях более коротких сроков и крайне ограниченных государственных ресурсов.

«Хороший сценарий». Кризис может быть преодолен только проведением радикальных экономических реформ. Реформы возможны только при наличии политического согласия в обществе и четкого функционирования властных структур, базирующихся на ясном и прозрачном законодательстве.

Опыт многих стран свидетельствует о том, что выработка программы экономического развития страны – более сложная задача, чем представляется многим политическим силам. Страна должна избегать избыточного инвестирования в период экономического бума, так как реакция рынка в фазе спада принесет экономике убытков больше, чем было получено прибылей в фазе роста. Необходимо избегать чрезмерного открытия экономики финансовым капиталам, чтобы не спровоцировать очередной денежный кризис. Основной акцент должен быть поставлен на привлечение капитала в те отрасли, в которых страна имеет сильные позиции.

Необходимо способствовать развитию национальных кластеров в конкурентоспособных отраслях национальной экономики. Роль государства здесь должна заключаться в институциональном обеспечении рыночной структуры (ясные законы, перестройка системы социального обеспечения в соответствии с возможностями страны, жёсткое банковское регулирование): прямое финансовое вмешательство государства в инвестиционный процесс неэффективно по сравнению с частным участием, за исключением некоторых особо капиталоёмких отраслей, где государство может играть роль «инвестиционного локомотива», предоставляя либо часть капитала, либо гарантии инвесторам. Для формирования квалифицированного спроса на продукцию кластеров государство может на первых порах сыграть роль требовательного покупателя. Для этого оно может прибегнуть к таким инструментам, как международные тендеры, аукционы и др.

Привлечение иностранных инвестиций должно опираться на гарантирование прав собственности, главным образом, собственности на землю. Одним из основных способов является принятие такого земельного кодекса, который содержал бы норму свободного оборота земли как производственного, так и сельскохозяйственного назначения. Стабилизатором рынка может быть запрет на изменение назначения земли. Развитие рынка земли вызовет появление полноценного кредитного рынка и его институтов, принимающих землю в обеспечение. Таким образом финансово-кредитная система страны получит толчок к своему развитию.

В финансовой сфере радикальные шаги ни к чему не приведут. Страны с переходной экономикой выбирают между свободным плаванием национальной валюты и присоединением к валютному союзу. Свободное плавание валюты – это один из самых простых и действенных инструментов регулирования экономики. Государство не должно тратить ресурсы на поддержание валюты. Свободное плавание позволит смягчить денежно-кредитную политику. Вначале национальная валюта ослабеет, но по мере проведения в жизнь институциональных и тесно связанных с ними экономических преобразований начнет укрепляться, приближаясь к равновесному уровню как в соответствии с международным эффектом Фишера, так и с паритетом покупательной способности.

«Плохой сценарий». Источников восстановления равновесия в бюджете на денежно-финансовом рынке и в целом в экономике любой страны,

попавшей в кризисное положение, немного. Все они известны, и все они в той или иной мере должны быть сегодня использованы.

Первый источник – рост доходов государственного бюджета и сокращение его расходов. Резервы заметного роста доходной части бюджета могут быть следующими:

– снижение уровня налогообложения и на этой основе – резкое расширение налогооблагаемой базы вплоть до возвращения значительной части ушедшей «в тень» экономики обратно в налоговую систему;

– установление государственной монополии на производство и оптовую торговлю спиртным;

– увеличение таможенных сборов, акцизов и рентных платежей;

– дальнейшая приватизация государственной собственности, но не по-воровски, а по более или менее реальным ценам;

– продажа земли и др.

Важным звеном в налоговой политике должно стать экстренное погашение бюджетной задолженности перед промышленностью за уже выполненные госзаказы.

Установление государственной монополии на производство и оптовую торговлю спиртным, несомненно, потребует мощнейшего административного нажима с целью преодоления неизбежного сопротивления легальных и подпольных частных производителей и контрабандистов этой продукции. Но в принципе этого одного источника было бы достаточно, чтобы почти покрыть бюджетный дефицит.

С краткосрочной точки зрения, вряд ли можно ожидать существенных результатов и от попыток заметного сокращения бюджетных расходов. Второй источник – займы за рубежом. Здесь тоже возможности ограничены, хотя они все же есть.

Активная политическая и дипломатическая работа, в конце концов, может убедить внешних кредиторов предоставить стране отсрочку по платежам. Но надежд на возобновление массированного притока портфельных, да, вероятно, и прямых иностранных частных инвестиций в ближайшие несколько лет не существует. Это заставит любое правительство полагаться в будущем преимущественно на собственные доходы и источники накопления, а не строить все свои планы и действия в расчете на то, что любые «дыры» в бюджете можно заткнуть, протянув руку за очередным внешним подаянием.

Третий источник – сбережения населения и капиталы, эмигрировавшие за границу. Реальные возможности здесь тоже минимальны. Сбережения населения серьезным резервом не являются, так как непременно начавшийся процесс их быстрого «усыхания» в результате девальвации и наметившегося роста инфляции станет, скорее всего, еще одним фактором политической и социальной нестабильности, чем государственным резервом.

Но если правительство сможет удержаться от примитивнейшего, традиционного соблазна «заморозить» все вклады населения или просто не проводить индексацию в соответствии с ростом цен; если оно не пойдет

на прекращение свободного обмена национальной валюты на иностранную; если оно не остановится перед национализацией де-факто или хотя бы полунационализацией наиболее проблемных банков, чтобы при любых обстоятельствах гарантировать их платежи и сохранность вкладов населения; если оно будет поддерживать достаточно разумный уровень учетной ставки и процента по депозитам; если оно начнет выпускать валютные облигации под привлекательный и гарантированный процент и сумеет убедить инвесторов в их надежности; а также при соблюдении многих других «если» есть все же реальные шансы побудить людей вытащить их сбережения из-под матрацев и вложить в банк.

В отношении же «сбежавших» за границу денег никаких иллюзий строить не следует. Было бы уже хорошо в близкой перспективе хотя бы перекрыть каналы их текущего оттока.

Четвертый источник восстановления равновесия в денежно-финансовой системе, принудительного обесценения государственных внутренних долговых обязательств и снижения дефицита платежного баланса — девальвация национальной валюты.

Если у власти есть хоть какое-то чувство меры, этого хватит, и дело теперь за тем, чтобы не допустить дальнейшего падения курса национальной валюты по отношению к иностранной.

Пятый источник — эмиссия. Вынужденный источник, более того, можно сказать, предреволюционный источник. Недаром говорят, что «эмиссия — это альтернатива гражданской войне». Но, к сожалению, другие источники либо недостаточны, либо исчерпаны.

Шестой источник — технические, так сказать, средства. Оставшаяся часть неплатежей могла бы быть относительно быстро ликвидирована такими техническими мерами, как массированные взаимозачеты (до половины общей суммы неплатежей, поскольку подавляющая часть экономических субъектов имеет обычно как обязательства, так и требования); списание накопившихся пени и штрафов по просроченным долгам вследствие их изначальной полной нереальности; выборочная пролонгация долгов отдельных наиболее крупных должников перед бюджетом; развитие практики продажи долгов на открытом рынке, банкротство безнадежных должников.

Изложенный «плохой» (и наиболее реалистичный) сценарий неизбежно связан, таким образом, со значительными потерями как для населения, так и для внешних и внутренних инвесторов: ростом цен, снижением реальной заработной платы и пенсий, обесценением вкладов и т.д. Но это все-таки поможет восстановить денежную систему, насытить экономику деньгами и восстановить производство.

«Очень плохой сценарий». Этот сценарий возможен в двух вариантах: «монетарном» и «директивном».

«Монетарный» основывается, по существу, на двухходовой комбинации: сначала запустить на полную мощность печатный станок, обесценить национальную валюту в десятки, а еще лучше — в сотни раз, расплатиться со всеми внутри страны полностью обесценившейся валютой, а затем

накрепко привязать ее (возможно, деноминированную) к устойчивой мировой валюте (евро, доллару, швейцарскому франку и т. д.), строго ограничив ее количество в обращении наличными золотовалютными резервами страны.

Можно, однако, заранее сказать, что в некоторых условиях этот план обречен на скорый, оглушительный провал. Во-первых, у правительства может не быть никаких реальных возможностей, чтобы свести к нулю бюджетный дефицит, а значит, и превышение нарастающей денежной массой золотовалютных резервов неизбежно и, следовательно, фиксированный курс долго не удержать.

Во-вторых, население и инвесторы могут не поверить опять в национальную валюту и тут же бросятся менять ее на иностранную.

«Директивный» сценарий тоже не идеален: административно фиксируемые цены; тотальный дефицит всего и вся; очереди, «карточки»; подавленная инфляция; полностью обесценившиеся сбережения; «черный» товарный и валютный рынок; резкое сокращение импорта; административный валютный контроль вплоть до попыток так или иначе конфисковать валютную наличность; закрытие границ и т.д.

Такой сценарий может привести, в конце концов, к всеобщей смуте, гражданским волнениям, полной экономической разрухе, переделу собственности и развалу страны на удельные княжества.

Однако копировать чужой опыт полностью также нельзя, так как тогда страна повторит ошибки, уже совершенные ранее другими, например, в социальной сфере. К тому же, во многих странах, прежде всего азиатских, менталитет народа не может не сказаться на характере проводимых реформ, да и финансовые ресурсы, которые государство имеет возможность мобилизовать для их проведения, могут быть абсолютно несопоставимыми. Чудес на свете не бывает, и нет сегодня рецепта быстрого оздоровления денежно-финансовой системы и всей экономики.

Крах, всеобщий паралич, полное прекращение всех внутренних и внешних платежей с непредсказуемыми политическими, социальными, экономическими последствиями, безусловно, возможны, но лишь в том случае, если страна как общество, как народ полностью утратит всякие инстинкты самосохранения. Но выход все же есть, причем для каждого свой, особенный, он не может быть безболезненным и потребует мобилизации всех духовных и материальных сил страны и какого-то минимума понимания и национального согласия.

Итак, нам удалось доказать главную идею данной работы: вектор преобразования переходной экономики зависит от исходной точки, в которой начались реформы. Мы можем выделить черты, общие для всех бывших социалистических стран в 80-х годах, мы можем предположить, какими они будут после завершения реформ — вновь выделив общие черты. Но у каждой страны экономика, может быть незначительно, отличалась от других, и именно это определяло ход реформ в данной стране, делая процесс трансформации сугубо индивидуальным, не похожим на аналогичные процессы в соседних странах.

Отправной точкой в понятии реформы финансового сектора является

переход от централизованной плановой экономики к финансовому сектору развитой рыночной экономики. Финансовый сектор в централизованной плановой экономике характеризовался следующими моментами:

– банковский сектор являлся основным клиентом финансовой системы;

– в банковскую систему входили центральный банк и специализированные банки, контролируемые центральным банком;

– банки отличались пассивностью, так как в основном обслуживали перевод государственных средств предприятиям.

Конечным пунктом перехода является переход к финансовому сектору развитой рыночной экономики, который:

– включает соответствующий комплекс развитого банковского сектора и рынка ценных бумаг;

– играет решающую роль в мобилизации и распределении финансовых ресурсов.

Оба процесса регулируются конкуренцией.

Основные отличительные особенности финансовой реформы (стабилизация, либерализация, институциональное реструктурирование):

- установление стабильной макроэкономической среды, в частности, низкие процентные ставки (interest rate), жесткая фискальная политика, пересмотр финансовой дисциплины;
- децентрализация управления (власти): установление двухуровневой банковской системы – центрального банка и коммерческих банков, которые бы функционировали независимо друг от друга;
- наличие конкуренции (демонополизация организаций банковского сектора);
- внутренняя трансформация банков, изменение их роли – от пассивных распределителей кредитов до профессиональных банкиров (банки являются активными партнерами для своих клиентов);
- создание и развитие рынка ценных бумаг;
- учреждение надлежащей государственной структуры;
- учреждение бухгалтерского учета и отчетных стандартов.

Основные концепции анализа финансов в переходных экономиках

Для перехода к финансовому сектору развитой рыночной экономики необходимо осуществление большого количества реформ. Как быстро при этом можно достичь цели? Если осуществлять такие реформы, как шоковая терапия. Основные аргументы такого подхода: во-первых, быстрые реформы делают процесс перехода необратимым; во-вторых, реформы необходимо проводить одновременно везде.

В условиях перехода к рыночной экономике встает вопрос о том, может ли финансовая реформа проводиться до макроэкономической стабилизации. Некоторые экономисты *(Cho Yoon-Che Khatkhate D. Lessons of Financial Liberalization in Asia. World Bank. 1989)* полагают, что стабильность цен и макроэкономическая стабильность являются «гвоздем удачной либерализации». И то, и другое должно быть предпринято одновременно, потому что финансовый крах может свести на нет попытки ста-

билизации. Банкротства финансовых институтов разрушают доверие и могут привести к утечке капитала, что тормозит любые макроэкономические программы стабилизации. С другой стороны, финансовые реформы без макроэкономической стабилизации обречены на провал. От того, как запрограммирован процесс реформ, в основном зависит его исход. Например, некоторые страны, в особенности Япония и Корея, значительно усилили свой производственный сектор, прежде чем перейти к либерализации финансового сектора. С другой стороны, финансовая либерализация в странах Южного полушария без действенного банковского контроля привела к значительной инфляции и финансовому банкротству *(Diaz-Alejandro Carlos. «Goodbye Financial Repression, Hello Financial Crach» // Journal of Development Economics. 19?5.)*

Финансовая реформа в странах с переходной экономикой имеет более многосторонний характер, чем в странах с рыночной экономикой, поскольку она включает не только либерализацию, но и изменение структуры и функций финансовой системы. Реформирование финансовой системы преследует следующие цели: ***во-первых***, создание таких инструментов, которые направляли бы сбережения личного и промышленного сектора на финансовые рынки; ***во-вторых***, формирование таких учрежденческих структур, которые предоставляли бы обширный перечень необходимых финансовых услуг; ***в-третьих***, разработка децентрализованных механизмов распределения кредитных ресурсов, способных снизить банковские риски; ***в-четвертых***, усиление регулирования и контроля со стороны надзорных органов с целью снижения степени риска финансовых учреждений и, ***в-пятых***, использование реформированной финансовой системы для решения проблем, касающихся собственности и управления предприятиями.

К сожалению, реформаторы в странах с переходной экономикой приступили к процессу перестройки производительного сектора после реформы финансовой системы. Создание коммерческих банков началось в 1989 г. с преобразования специализированных государственных банков в банки второго уровня, а процесс приватизации и децентрализации производства начался лишь с 1992 г. Считалось, что стоит только «ввести» рыночную финансовую систему и за ней последует перестройка и децентрализация производства. Реформа финансовой системы зачастую рассматривается как рычаг для преобразования всей экономики. Однако реорганизация фирм, перестройка производства, проблемы собственности и управления – дело нелегкое, требующее определенного времени и компетентности. Поэтому финансовую систему необходимо приспособить к реальному сектору, а не наоборот. Финансовые учреждения должны сыграть важную роль в мониторинге и контроле за деятельностью фирм.

Финансовая реформа была осуществлена без макростабилизации, перестройки производительного сектора, поэтому и процессы капитализации в этой сфере происходят медленными темпами, поскольку не создана соответствующая эффективная базовая основа из-за недостаточности сбережений экономических агентов. Структура и деятельность финансовой системы должны быть связаны со структурой и деятельностью производительного сектора, который она обслуживает.

Проблема капитализации усугубляется еще и тем, что учредителями многих коммерческих банков являются промышленные предприятия и ведомства. Владение банками со стороны основных заемщиков влечет принятие неудовлетворительных решений по ссудам и капиталовложениям, приводит к ухудшению качества кредитного портфеля, а иногда – и к банкротствам. С другой стороны, инсайдерское кредитование и контроль за финансами банка позволяет фирмам препятствовать развитию конкуренции в тех отраслях промышленности, в которых они действуют сами. В этих условиях банк не в состоянии осуществлять контроль своего заемщика, как это имеет место в развитых странах. Кроме того, неэффективное управление, в первую очередь, связано с природой банковского капитала и отсутствием законодательного разграничения прав и ответственности собственников (акционеров) и высшего менеджмента банков.

Низкая капитализация коммерческих банков в условиях перехода к рынку является результатом действия ряда факторов. К ним относятся малая мощность экономики, ее нестабильность, вызванная значительными объемами неплатежей, бартерными сделками, долларизацией экономики и наличием теневого сектора. Недостаточный капитал банков не только снижает уровень устойчивости (в смысле финансового левериджа), но и ограничивает возможности развития банков, не позволяя выполнять их основную функцию – кредитование.

4.2. Страхование

Рынки страхования – это новые сегменты финансового сектора для стран с переходной экономикой, которые не существовали в период господства плановой экономики.

Рынок страхования играет важную роль в экономическом развитии и является особенно значимым для стран с переходной экономикой по ряду причин. Во-первых, страхование представляет собой наиболее оптимальный способ сокращения убытков посредством управления рисками. С его помощью неопределенно большие финансовые потери в будущем можно заместить на заранее определенные и невысокие расходы сегодня в виде страховой премии. Можно выделить две основные характеристики, присущие страхованию: а) передача личного риска группе; б) распределение потерь на некоторой справедливой основе. Во-вторых, страхование – неотъемлемая часть финансового рынка. Уровень капитализации и концентрации страховых организаций сравним с аналогичными показателями финансовых корпораций в развитых странах. Их высокий инвестиционный потенциал служит постоянным источником внутренних инвестиций. Как правило, именно страховой сектор является одной из главных предпосылок для формирования финансового рынка в странах с переходной экономикой, который в долгосрочной перспективе обеспечивает устойчивый экономический рост. Несмотря на то, что развитые страховые рынки оказывают положительное влияние на экономическое развитие, уровень распространения страховых услуг достаточно низкий. Более того, в настоящее время существует ряд внутренних факторов, затрудняющих динамичное развитие рынка страхования.

Таблица 9

Показатели страхового сектора в ряде стран в 2002 г.

	Плотность страхования, (премии на одного человека), USD	Уровень распространения страхования (доля премий в ВВП, %)
Великобритания	3879.1	14.75 9.58
Соединенные Штаты Америки	3461.6	
Финляндия	2272.0	18.98
Франция	2064.2	8.58
Германия	1627.7	6.76
Канада	1563.2	6.69
Италия	1435.4	6.97
Испания	1091.5	6.77
Словения	557.0	5.05
Чехия	272 6	3.99
Венгрия	186.9	2.88
Хорватия	160.7	3.16
Словакия	148.8	3.38
Польша	144.5	2.96
Латвия	68.5	1.91
Россия	66.6	2.77
Литва	57.9	1.46

Источник: Swiss Re (Sigma): World Insurance in 2002 (опубликован в ноябре 2003 г.)

Страховые компании и пенсионные фонды приобретают финансовые ресурсы с периодическими интервалами на контрактной основе. Подавляющая часть их ресурсов (94%) сформирована за счет страховых и пенсионных взносов клиентов. Размещались эти средства в активы частного сектора (83%), активы других финансовых институтов (9%), безрисковые.

Пенсионные фонды являются второй важнейшей группой институциональных инвесторов, а в США и Великобритании – первой. В странах с переходной экономикой существуют одновременно и неотложная необходимость исправить ситуацию с пенсиями, и возможность осуществить изменения наряду с другими радикальными реформами. В них проще получить политическую поддержку реформам, так как отсутствуют группы, преследующие частные интересы (размер пенсий в старой системе мал). Страны с переходной экономикой открыты иностранным консультантам, таким, как специалисты Всемирного Банка, которые имеют опыт проведения пенсионной реформы.

В странах с переходной экономикой начало пенсионной реформы приходится на период, когда рынки капитала еще отсутствуют. Ликвидность на внутренних рынках низка, набор инструментов скуден, квалификация и опыт отечественных управляющих ограничены. Органы регулирования и надзора не совсем готовы к выполнению своих функций.

Привлекательный момент: благодаря рыночной эффективности, час-

тные пенсионные фонды смогут обеспечивать более высокую пенсию. Для этого необходима «благоприятная цепочка»: фонды идут на долгосрочные вложения, принимая краткосрочные колебания; формируется надежная база отечественных институциональных инвесторов, которая поддерживает отечественные рынки капитала в неблагоприятные периоды.

Одна из целей пенсионной реформы состоит именно в этом: положить начало появлению отечественных инвесторов и развитию рынков. Но также существует опасность создания «порочного круга»: вложения в основном носят краткосрочный характер (из-за мер регулирования или других ограничений), фонды избирают консервативную стратегию, и их подходы начинают напоминать друг друга. Таким образом, отдача в долгосрочной перспективе оказывается ниже оптимальной, и отечественные институциональные инвесторы играют менее значительную роль, чем от них требуется. Переход неизменно связан с наличием долга – как его финансировать. Если государство (органы регулирования) желают продать фондам слишком большой объем государственного долга, то такой шаг может стать простым решением в краткосрочной перспективе, однако он не обеспечивает эффективности фондов в долгосрочной.

При этом следует смотреть за четырехлетний горизонт, которым оперирует большинство политиков, чтобы понять, что хорошо диверсифицированный портфель отвечает только целям частных фондов: получению более высокого дохода в долгосрочной перспективе. Что понимается под риском с точки зрения пенсионного фонда? Соответствует ли это традиционному определению нестабильности? Являются ли акции более рискованными, чем облигации? Реальное определение риска в том, что фонд может не достичь своей цели в долгосрочной перспективе (достаточно высокого размера пенсий по сравнению с государственными). Важно, чтобы и фонды, и органы регулирования быстро уяснили концепцию сопоставления с «ориентиром». Сигналом к смене управления фондом является постоянная более низкая доходность по сравнению со сбалансированным «ориентиром». Если доходность такого портфеля оказывается ниже доходности государственных облигаций в течение года-двух, то это не обязательно должно стать причиной для паники. Ежегодная «требуемая» доходность привязана к индексу государственных облигаций. Методика привязки к «ориентиру» пока не слишком распространена, инвестиционные стратегии не доводятся до общественности. Наблюдается конкуренция среди абсолютных ставок доходности, что приводит к чрезмерной осторожности и «стадному поведению». А инвестиции за рубежом еще больше затрудняют финансирование долга перехода. Вложения за рубежом обеспечивают необходимую диверсификацию для небольшой страны. В условиях неразвитого рынка годовой доход может быть очень нестабильным, так как на него могут влиять глобальные тенденции и представления инвесторов, причем это влияние практически не зависит от внутренних аспектов. Возможно, вложение всех пенсионных сбережений там, где уже присутствуют все прочие типы риска, может оказаться слишком рискованным: уровень жизни, стабильность работы и т.д. зависят от экономической ситуации в собственной стране.

«Молодым» пенсионным фондам особенно рекомендуется осуществлять

инвестиции за рубежом через инвестиционные фонды. С точки зрения соотношения риска и отдачи, желательно как можно скорее отменить ограничения на классы активов, инвестиции за рубежом, лицензии иностранным компаниям на право управления фондами и т.п. Из-за недостаточного развития рынков и квалификации управляющих (а также – недостаточных знаний у членов их фондов) в первые несколько лет могут потребоваться некоторые ограничения. Эти ограничения должны быть максимально разумными, не иметь политической направленности и не носить разового характера. Если эти положения не будут соблюдены, то вся система – включая инвестиции – не будет оптимальной. В странах континентальной Европы либерализация жестких инвестиционных норм идет медленно. Ограничения на инвестиции за рубежом тоже не исчезают стремительно (здесь помогает введение евро). Идея предоставления иностранным компаниям свободы в управлении фондами также редко оказывается популярной.

4.3. Рынок капиталов

Вследствие того, что конечной целью современной товарной экономики является получение прибыли, любая деятельность в сфере экономики направлена на увеличение прибыли, одним из средств которого является вложение (инвестирование), поэтому важно выбрать наиболее целесообразный рынок для инвестирования капитала. Денежные средства могут быть вложены в различные рынки, и на каждом рынке будет иметь место определенный, отличный от другого прирост, но для вложения, несомненно, требуется накопление, поэтому важно найти первоначальный капитал или накопить его. Отсюда можно рассматривать рынок с двух сторон: с одной стороны – как рынок для накопления, с другой – как рынок для инвестиций.

К рынкам, на которых можно накопить или получить капитал, относится рынок ценных бумаг, наравне с рынком банковских капиталов, валютным рынком, рынком страховых и пенсионных фондов. Иными словами, рынок, на котором преобладают финансовые отношения, называется финансовым рынком, а в его состав входят денежный рынок и рынок капиталов. Под денежным рынком понимается рынок краткосрочных кредитных операций (до одного года), который, в свою очередь, подразделяется на учетный рынок, межбанковский рынок и валютный рынок. На учетном рынке основными объектами купли-продажи являются казначейские и коммерческие векселя и другие краткосрочные ценные бумаги, межбанковский рынок функционирует за счет предоставления кредитов банками друг другу (использование временно свободных денежных средств) на срок от одного дня до пяти лет, валютный же рынок обслуживает международный платежный оборот. Рынок капиталов охватывает средне- и долгосрочные кредиты и акции и облигации, он подразделяется на рынок средне- и долгосрочных ценных бумаг и рынок средне- и долгосрочных банковских кредитов. Рынок ценных бумаг также является рынком для инвестиций, привлечения незадействованного капитала. Так как существуют различные виды рынков для инвестирования, рынку ценных бумаг приходится выдерживать жесткую конкуренцию, на которую влияет ряд факторов: уровень доходности рынка, уровень риска, уровень налогообложения и др.

Организованный или биржевой рынок исчерпывается понятием фондовой биржи как особого институционально организованного рынка, на котором обращаются ценные бумаги наиболее высокого качества и операции на котором совершают профессиональные участники рынка ценных бумаг. Фондовая биржа – это организованный рынок для торговли стандартными финансовыми инструментами, создаваемыми профессиональными участниками фондового рынка для взаимных оптовых операций. Признаки классической фондовой биржи: 1) это централизованный рынок с фиксированным местом торговли, т.е. наличием торговой площадки; 2) на данном рынке существует процедура отбора наилучших товаров (ценных бумаг), отвечающих определенным требованиям (финансовая устойчивость и крупные размеры эмитента, массовость ценной бумаги как однородного и стандартного товара, массовость спроса, четко выраженная колеблемость цен и т.д.); 3) существование процедуры отбора лучших операторов рынка в качестве членов биржи; 4) наличие временного регламента торговли ценными бумагами и стандартных торговых процедур; 5) централизация регистрации сделок и расчетов по ним; 6) установление официальных (биржевых) котировок; 7) надзор за членами биржи (с позиций их финансовой устойчивости, безопасного ведения бизнеса и соблюдения этики фондового рынка). Функции фондовой биржи: а) создание постоянно действующего рынка; б) определение цен; в) распространение информации о товарах и финансовых инструментах, их цена и условия обращения; г) поддержание профессионализма торговых и финансовых посредников; д) выработка правил; е) индикация состояния экономики, ее товарных сегментов и фондового рынка.

Всего в мире около 150 фондовых бирж, крупнейшими являются следующие: Нью-Йоркская, Лондонская, Токийская, Франкфуртская, Тайваньская, Сеульская, Цюрихская, Парижская, Гонконгская и биржа Куала Лумпур. Фондовая биржа выступает в качестве торгового профессионального и технологического ядра рынка ценных бумаг, кроме того, биржа является предприятием. В международной практике существуют различные организационно-правовые формы бирж: неприбыльная корпорация (Нью-Йоркская биржа); неприбыльная членская организация (Токийская биржа); товарищество с ограниченной ответственностью (Лондонская и Сиднейская биржи); полугосударственная организация (Франкфуртская биржа); прочие формы. В международной и российской практике биржи функционируют в группе дочерних компаний и структур, выполняющих вспомогательные функции. Создание при бирже дочерних юридических лиц используется для следующих целей: а) организация отдельных торговых площадок (фьючерсные рынки и т.д.), б) создание клиринговo-расчетных и депозитарных организаций, в) удаление «за рамки» биржи коммерческих операций и услуг, не соответствующих неприбыльному статусу фондовой биржи.

Для повышения роли государства на фондовом рынке необходимо: 1) создание государственной долгосрочной концепции и политики действий в области восстановления рынка ценных бумаг и его текущего регулирования (окончательный выбор модели фондового рынка (в настоящее время преобладает ориентация на фондовый рынок США), а также

определение доли источников финансирования хозяйства и бюджета за счет выпуска ценных бумаг);

2) формирование согласованной системы государственного регулирования фондового рынка для преодоления раздробленности и пересечения функций многих государственных органов;

3) формирование сильной Комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку, которая сможет объединить ресурсы государства и частного сектора на цели создания рынка ценных бумаг;

4) ускоренное создание жесткой регулятивной инфраструктуры рынка и ее правовой базы для ограничения рисков инвесторов;

5) создание системы отчетности и публикации макро- и микроэкономической информации о состоянии рынка ценных бумаг;

6) формирование активно действующей системы контроля за небанковскими инвестиционными институтами;

7) государственная поддержка образования в области фондового рынка;

8) преодоление опережающего развития рынка государственных ценных бумаг, которое переключает большую часть денежных ресурсов на обслуживание непроизводительных расходов государства, сокращая поступление средств в производство;

9) проблема защиты инвесторов, которая может быть решена созданием государственной или полугосударственной системы защиты инвесторов в ценные бумаги от потерь;

10) опережающее создание депозитарной и клиринговой сети, агентской сети для регистрации движения ценных бумаг в интересах эмитентов;

11) реализация принципа открытости информации через расширение объема публикаций о деятельности эмитентов ценных бумаг, введение признанной рейтинговой оценки компаний-эмитентов, развитие сети специализированных изданий (характеризующих отдельные отрасли как объекты инвестиций), создание общепринятой системы показателей для оценки рынка ценных бумаг и т.п.;

12) реализация принципа представительства и консолидации регионов посредством: а) создания консультативного органа, объединяющего представителей государственных органов, банков, небанковских инвестиционных институтов, регионов и публики; б) передачи части прав по регулированию рынка регионам; в) введения представителей публики в состав директоратов регулятивных органов государства, саморегулируемых организаций, фондовых бирж; г) государственной поддержки саморегулируемых организаций; д) создания системы экспертной поддержки и научного обслуживания рынка.

Экономические реформы первой половины 2002 года внесли значительные изменения в хозяйственную систему развивающихся стран. Здесь можно выделить реформирование Румынии, Болгарии, Хорватии и Украины. Определенные результаты основаны на практике предшествующих лет — тогда проявилась определенная корреляция темпов роста в большинстве стран с переходной экономикой.

Основным фактором экономического роста в государствах ЦВЕ в 2002 г. послужило увеличение внутреннего потребления. В то же время капиталовложения в целом находились на низком уровне.

Вступление в ЕС приносит вступающим странам ряд полезных результатов, например, в виде прямых иностранных инвестиций, трансфертов и облегчения доступа к кредитным ресурсам. Однако стоит указать на возможные краткосрочные трудности. Одна из них связана с высокими финансовыми затратами на внедрение различных стандартов ЕС. Новые члены должны принять внешние тарифы ЕС, что, вероятно, окажет негативное влияние на внутреннее производство многих видов товаров, прежде всего, это коснется продукции текстильной и обувной промышленности.

Краткие выводы:

Основными институциональными инвесторами являются банки, пенсионные фонды, рынки страхования. Отправной точкой в понятии реформы финансового сектора является переход от централизованной плановой экономики к финансовому сектору развитой рыночной экономики, который включает соответствующий комплекс развитого банковского сектора и рынка ценных бумаг, а также играет решающую роль в мобилизации и распределении финансовых ресурсов, регулируемых конкуренцией.

Перед странами с переходной экономикой встала задача трансформировать банковскую систему. Сложность ее заключается в том, что изначально банки не готовы взять на себя функции, свойственные финансовым институтам рыночной экономики. Одной из первых проблем банковских систем в странах с переходной экономикой стали «плохие кредиты». Причинами стали системно невозвратный характер кредита в прежней плановой экономике, и резкое ухудшение положения предприятий и снижение реальных доходов населения в условиях трансформационного кризиса.

Основными отличительными особенностями финансовой реформы (стабилизация, либерализация, институциональное реструктурирование) являются установление стабильной макроэкономической среды, децентрализация управления, наличие конкуренции, внутренняя трансформация банков, создание и развитие рынка ценных бумаг, учреждение надлежащей государственной структуры, бухгалтерского учета и отчетных стандартов.

Контрольные вопросы:

1. Что составляет финансовый сектор?
2. В чем специфика реформирования финансового сектора в переходных экономиках?
3. Какие проблемы возникли в реформировании банковской системы в странах с переходной экономикой?
4. Что такое либерализация перемещения капитала и какую роль она играет в системе регулирования и контроля финансовых институтов?
5. Перечислите отличительные особенности финансовой реформы в странах с переходной экономикой.
6. Какие цели преследует финансовая реформа в странах с переходной экономикой?

7. Определите роль и значение рынка страхования как сегмента финансового сектора для стран с переходной экономикой.

8. Что такое рынок капиталов?

9. Какие меры необходимо предпринять на фондовом рынке для повышения роли государства?

Литература:

1. Банковское дело: Учебник/ Под ред. В.И. Колесникова, Л.П. Кроливецкой, Г.Н. Белоглазовой. М.: Финансы и статистика, 2001. Гл. 6. Внешнеэкономическая деятельность коммерческого банка.

2. Валютно-финансовые операции: международный опыт и российская практика. Вып. 1 и 2/Под ред. А.И. Евдокимова. СПб.: СПбГУЭФ, 1997, 1999.

3. Валютно-финансовые операции в условиях экономической глобализации: международный опыт и российская практика. Вып. 3 / Под ред. А.И. Евдокимова. СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2001.

4. Внешнеэкономическая деятельность предприятия: Учебник / Под ред. Л.Е. Стровского. М.: ЮНИТИ, 2001. Гл. 8. Валютно-финансовые отношения предприятий с зарубежными партнерами.

5. *Диденко Н.И.* Основы внешнеэкономической деятельности в РФ. СПб.: Политехника, 1997. Гл. 7. Характеристика валютных отношений; гл. 9. Операции нерезидентов с валютными ценностями на территории РФ.

6. *Дэниеле Д., Радеба Л.* Международный бизнес. М.: Дело ЛТд, 1994. Гл. 7. Инвалюта; гл. 8. Определение валютных ресурсов; гл. 9. Финансовые рынки для международных операций.

7. *Кидуэлл Д., Петерсон Р., Блэкуэлл Д.* Финансовые институты, рынки и деньги. СПб.; М.; Харьков; Минск, 2000. Гл. 11. Международные рынки кредитов и валюты.

8. *Ковалев В.В.* Введение в финансовый менеджмент. М.: Финансы и статистика, 1999. § 15.5. Международные аспекты финансового менеджмента.

9. *Котелкин С. В.* Основы международного валютно-финансового менеджмента: Тексты лекций. СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 1996.

10. *Котелкин С. В., Тумарова Т.Г.* Основы международных валютно-финансовых отношений: Учеб. пособие. СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 1997.

11. *Кругман П., Обстфельд М.* Международная экономика. Теория и политика. М.: ЮНИТИ, 1997. Ч. III. Валютные курсы и макроэкономика открытой экономики; гл. 19. Международная валютная система 1870–1973 гг.; гл. 21. Оптимальные валютные зоны и европейский опыт.

12. *Линдерт П.Х.* Экономика мирохозяйственных связей. М.: Прогресс-Универс, 1992. Разд. III. Что такое валюта? Гл. 14. Валютный рынок; гл. 15. Факторы валютного курса; Приложение 4. Срочный валютный рынок.

13. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: Учебник/ Под ред. Л.Н. Красавиной. М.: Финансы и статистика, 2001.

14. *Мишкин Ф.* Экономическая теория денег, финансовых рынков и институтов. М., 1999. Гл. 8. Валютный рынок.

Глава 5. МЕЖДУНАРОДНЫЕ РЫНКИ КАПИТАЛОВ И ИНТЕГРАЦИЯ ПЕРЕХОДНЫХ ЭКОНОМИК В ГЛОБАЛЬНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

5.1. Международные потоки капиталов и макроэкономическое агрегирование

Международное движение капитала – это движение финансовых потоков между кредиторами и заемщиками в различных странах, между собственниками и их фирмами, которыми они владеют за рубежом.

Современная структура мирового финансового рынка предполагает перераспределение кредитных ресурсов между национальными экономиками, где конечные участники операции – кредитор и заемщик – являются резидентами разных стран

Кто же является участниками рынка? С институциональной точки зрения, это обширная совокупность кредитно-финансовых организаций, через которые осуществляется движение ссудного капитала в сфере международных экономических отношений.

В последние годы увеличилась доля долговых инструментов в структуре капитала корпораций и банков, являющихся основными заемщиками на рынке капиталов. Доступ на мировые рынки долгового финансирования для большинства заемщиков значительно упрощен, требуются меньшие издержки на проведение операций и предъявляются менее жесткие требования к раскрытию информации. Одновременно крупные заимствования на регулярной основе осуществляют государства, которые в силу своего статуса не могут обращаться к рынкам, где происходит кредитование акционерного капитала. Быстрый рост интеграции финансовых рынков в глобальном масштабе, начавшийся в течение последних десяти лет, сопровождался увеличением притока частного капитала на развивающиеся рынки, где, как правило, потребность в финансах (как со стороны частного, так и государственного сектора) превышает объем финансов, имеющихся внутри страны. Важнейшим фактором, подчеркивающим эти процессы, было то, что многие страны способствовали притоку этих капиталов путем дерегулирования деятельности внутренних финансовых рынков и улучшения своей экономической системы путем проведения рыночно ориентированной экономической политики.

Экономическая теория подтверждает несомненные потенциальные выгоды глобальных рынков капитала для благосостояния всех его участников. Приведенный ниже анализ нацелен на то, чтобы сделать краткий обзор преимуществ и издержек притока капитала на развивающиеся рынки исключительно с точки зрения страны-получателя. Интеграция в международные финансовые рынки представляет собой процесс, которым власти должны четко руководить, чтобы большие преимущества, которые дает приток капитала, превысили возможные краткосрочные издержки.

Преимущества

Согласно Agenor (2001), можно выделить четыре важнейших преимущества от притока капитала:

Инвестиции и рост

Экономическая теория свидетельствует о вероятности увеличения экономического роста при заимствовании в разумных пределах развивающимся рынком в целях инвестирования (т.е. образования суммарного основного капитала). Страны, находящиеся на ранней стадии развития, как правило, обладают незначительными запасами капитала, и вероятно, что инвестиции в экономику этих стран дадут большую отдачу по сравнению с вложениями в экономику развитых стран. Приток капитала из развитых стран сможет стать дополнением к сравнительно незначительным внутренним ресурсам, способствуя росту инвестиций в экономику страны-реципиента и предоставляя огромные экономические и социальные выгоды. Увеличение инвестиций внутри страны окажет значительное положительное влияние на долгосрочный экономический рост и будет способствовать подъему уровня жизни в целом.

Чтобы оценить все преимущества притока капитала для инвестиций и роста, необходимо провести разграничение между различными типами притока капитала. Среди типичных форм притока частного капитала различают прямые иностранные инвестиции (ПИИ), портфельные и другие инвестиции. ПИИ являются типичным примером долгосрочных инвестиций "материнской" компании из-за рубежа в филиал или дочернюю компанию внутри страны. Важной чертой отличия ПИИ от других видов инвестиций является то, что ПИИ предполагают не только перевод ресурсов, но и приобретение контроля (обычно объем инвестиций превышает 10% капитала компании или прав голоса).

Среди других типов иностранных инвестиций следует назвать портфельные инвестиции (инвестиции акционеров в менее чем 10% капитала компании или инвестиции в ценные бумаги с фиксированным доходом) и займы иностранных банков. Наряду с упомянутыми преимуществами, которые, в целом, применимы ко всем трем типам притока частного капитала, выгоды для стран, получающих ПИИ, особенно велики и способны принимать ряд других форм (Loungani and Razin, 2001):

- ПИИ предоставляют механизм для передачи технологий и ноу-хау – в частности в виде новых производственных фондов, – чего нельзя получить только через инвестиции финансов или торговлю. Это также может привести к эффектам перелива в структуре отраслей производителей и привести к инвестициям в дальнейшем. Навыки рабочей силы зачастую увеличиваются в компаниях с ПИИ. Кроме инвестиций, в формальное обучение сотрудников как побочный эффект деятельности новых предприятий эффект "обучения в процессе работы", а также повышение квалификации без отрыва от производства могут серьезным образом улучшить накопление человеческого капитала в стране-получателе. В целом, новые инвестиции более продуктивны в странах, где есть квалифицированная рабочая сила и хорошо развитая физическая инфраструктура.
- Поскольку ПИИ чаще всего концентрируются в экспортоориенти-

рованных отраслях (производство товаров, которые участвуют в международной торговле), они оказывают серьезное положительное влияние на чистый экспорт страны и ее способность получать валютную выручку.

• Прибыли, порожденные ПИИ, вносят вклад в налоговые поступления от корпораций внутри страны.

• ПИИ доказали свою относительную мобильность во времена глобальных финансовых кризисов и коренное отличие от других форм (особенно краткосрочных) потоков частного капитала – портфельных инвестиций и банковских займов, которые могли иметь необратимый характер в период кризисов, – тогда как ПИИ были необыкновенно стабильными в эти периоды.

Есть серьезное эмпирическое подтверждение точки зрения, что частные потоки капитала связаны с увеличением инвестиций внутри страны. Точное соотношение зависит, тем не менее, от типа потоков капитала. Считается, что ПИИ увеличивают инвестиции внутри страны почти один к одному, в то время как практически нет какого бы то ни было статистически серьезного соотношения между притоком портфельных инвестиций и инвестициями внутри страны. Банковские займы по своему влиянию находятся между ПИИ и портфельными инвестициями (Loungani and Razin, 2001).

Сглаживание потребления

Заимствование на международном рынке капитала может быть использовано для того, чтобы обеспечить частичную защиту потребления от временных неблагоприятных шоков для национального дохода (природная катастрофа или временная рецессия), сглаживая таким образом потребление. Но все же упор здесь делается на временные шоки; если отмечается, что падение национального дохода носит постоянный характер, должны использоваться другие механизмы и расчет на притоки иностранного капитала гораздо меньше оправдан. Такое развитие событий в "плохие времена" может принять обратный характер в "хорошие времена", когда экономика будет на подъеме, и страна будет осуществлять заимствование за рубежом. В этой связи международный рынок капитала дает резидентам различных стран возможность более эффективного распределения рисков по сравнению с заимствованием только внутри страны.

Повышение эффективности и стабильности в банковской сфере

Общим аргументом в пользу притоков капитала, и в банковскую сферу в частности, является наличие тенденции к повышению эффективности финансового посредничества при снижении стоимости капитала и улучшении распределения ресурсов. С ростом конкуренции и появлением более сложных методов и технологий в международном банковском деле качество и наличие финансовых услуг на внутреннем рынке может быть значительно улучшено. Более того, благодаря тесным отношениям с материнскими банками за рубежом местным иностранным банкам легче получить доступ к средствам в иностранной валюте по сравнению с отечественными банками и тем самым улучшить доступ страны к международному капиталу.

Усиление макроэкономической дисциплины

Глобальная мобильность капитала ограничивает возможности правительства проводить неэффективную экономическую политику, например,

чрезмерно регулировать или заимствовать капиталы. Любой шаг в этом направлении приведет к оттоку капитала, что спровоцирует повышение процентных ставок внутри страны и нанесет вред экономике страны. В этом смысле может быть снижено количество ошибок политиков, и в конечном итоге это может привести к повышению макроэкономической стабильности и экономическому росту.

Глобальное оживление, начавшееся во второй половине 2003 года, содействовало общему укреплению стран с переходной экономикой. В 2003 году темпы прироста совокупного валового внутреннего продукта (ВВП) этих стран выросли до 5,7%, опережая рост мировой экономики на 3 процентных пункта (см. таблицу 10). Устойчивость этих стран в условиях вялости мировой экономики в 2002 году и начале 2003 года объяснялась в основном быстрым ростом их внутреннего спроса. Кроме того, продолжающееся проведение ими структурной перестройки и институциональной реформы стало фактором повышения их конкурентоспособности и усиления доверия потребителей и деловых кругов.

Таблица 10

Макроэкономические показатели стран с переходной экономикой, 2002-2004 гг.

	Прирост реального ВВП (изменение в % к предыд. году)			**Рост потребительских цен (среднее изменения в % к предыд. году)**			**Уровень безработицы (%)**		
Страны с переходной экономикой	4.0	5,7	5,8	9,3	7,3	6,9			
Центральная и Восточная Европа и государства Балтии	2,8	3,8	4,3	4,6	3,0	4,0			
Центральная и Восточная Европа	2,7	3,6	4,1	4,7	3,1	4,1			
Албания	4,7	6,0	6,0	5,5	3,0	2,4	15,8	14,0	15,0
Босния и Герцеговина	5,5	3,2	4,0	0,9	0,2	0,5	42,7	42,0	42,0
Болгария	4,9	4,3	4,3	5,8	2,3	5,0	16,3	14,3	12,8
Хорватия	5,2	4,3	4,0	4,7	1,5	2,5	21,5	19,5	19,0
Чешская Республика	2,0	2,9	3,6	1,8	0,1	3,2	9,8	9,3	10,9
Венгрия	3,5	2,9	3,2	5,3	4,7	7,0	8,0	8,4	8,2
Польша	1,4	3,7	4,6	1,9	0,8	2,0	20,0	20,0	19,6
Румыния	5,0	4,9	4,8	22,5	15,0	12,0	8,4	7,2	8,0
Словакия	4,4	4,2	4,3	3,3	8,6	7,8	17,8	15,6	15,2
Словения	3,4	2,3	3,0	7,5	5,6	3,5	11,6	11,6	10,8
Государства Балтии	6,3	7,5	6,5	1,6	0,7	2,2			
Эстония	6,0	4,7	5,2	3,5	1,3	2,7	6,8	6,1	5,7
Латвия	6,1	7,4	6,8	1,9	2,9	2,9	8,5	8,0	7,2
Литва	6,8	9,0	7,0	0,3	-1,2	1,4	10,9	9,2	8,5

Содружество Независимых Государств	5,1	7,6	7,2	14,1	11,7	9,8			
Армения	12,9	13,9	8,0	1,0	4,7	3,5	9,1	9,8	9,5
Азербайджан	10,6	11,2	9,5	2,8	2,2	3,5	1,3	1,4	1,3
Беларусь	5,0	6,8	6,5	42,8	28,5	25,0	3,0	3,1	3,5
Грузия	5,5	8,6	5,0	5,7	4,8	5,0			
Казахстан	9,8	9,2	8,5	6,0	6,4	6,5	2,6	1,8	1,5
Кыргызстан	-0,5	6,7	5,0	2,1	3,1	4,0	3,1	3,0	2,8
Республика Молдова	7,8	6,3	5,5	5,3	11,7	8,0	1,5	1,2	1,1
Российская Федерация	4,7	7,3	7,0	15,1	12,0	10,0	8,8	8,1	8,0
Таджикистан	9,5	10,2	8,0	12,2	17,1	15,0	2,7	2,4	2,3
Туркменистан	9,0	9,0	8,0	15,0	11,0	12,0			
Украина	5,2	9,4	8,5	0,8	5,2	3,5	3,8	3,6	3,5
Узбекистан	4,2	4,4	6,0	24,2	22,0	19,0			

По мере дальнейшего расширения экономики стран Центральной и Восточной Европы область динамизма в этой группе переместилась из Центральной в Юго-Восточную Европу, что в основном объяснялось скромными показателями экспортной деятельности и отсутствием роста инвестиций в большинстве стран Центральной Европы в 2002-2003 годах. Внутреннее потребление, стимулированное политикой бюджетной экспансии, служило лишь частичной опорой экономического роста в этих странах. В странах Юго-Восточной Европы отмечались высокие темпы экономического роста как отражение первых результатов ранее проведенных экономических реформ. Оживление в экономике государств Балтии явилось результатом проведения многолетних последовательных реформ, которые предусматривали структурную перестройку секторов их реальной экономики и банков в сочетании с разумной макроэкономической политикой. Поэтому, несмотря на неуверенное оживление в Западной Европе в 2003 году, в государствах Балтии отмечалось расширение объема производства. Этот рост опирался на активный внутренний спрос, который привел к созданию новых рабочих мест – уникальному явлению среди стран с переходной экономикой.

Процесс быстрого оживления экономики в регионе Содружества Независимых Государств (СНГ), после замедления в 2002 году, продолжился в 2003 году. Объем производства в среднем по региону возрос в 2003 году на 7,6 процента благодаря росту цен на энергоносители и сырьевые товары и энергичному внутреннему спросу. Хотя рост объема производства по региону объяснялся в основном быстрым подъемом экономики Российской Федерации, дополнительным фактором явился также рост экономики в других крупных странах этой подгруппы, а именно в Казахстане и Украине.

Макроэкономическая стабилизация и политика. Проведение разумной макроэкономической политики помогло странам с переходной экономикой функционировать в условиях низких темпов инфляции, создавая основу для дальнейшей интеграции с другими странами с рыночной экономикой.

Несмотря на продолжавшийся процесс либерализации цен и относительные ценовые корректировки, темпы инфляции существенно сократились и во многих странах продолжали снижаться. В общем плане произошло ослабление кредитно-денежной политики в Центральной Европе. Цель заключалась в поощрении экспорта путем ослабления обменного курса, предыдущее усиление которого объяснялось значительным притоком спекулятивного капитала. Проведение макроэкономической политики в странах региона СНГ способствовало существенному сокращению инфляции в течение последних нескольких лет, хотя она остается более высокой, чем в остальных странах с переходной экономикой. Во многих странах региона продолжающееся ослабление курса доллара США привело к фактическому обесценению валюты в реальном выражении, единственным исключением является Российская Федерация. Колебания валютных курсов были в целом стабилизированы в странах-экспортерах нефти с использованием стабилизационных фондов в Азербайджане, Казахстане и Российской Федерации.

Благодаря бюджетно-финансовой политике в регионе существенно улучшилось состояние государственных финансов, хотя результаты различаются по странам. В большинстве стран Центральной Европы сохраняется дефицит государственного бюджета, несмотря на частые заявления о том, что страны намерены добиваться его сокращения. Причина заключалась в структурном характере этих дефицитов и в расходовании бюджетных средств для компенсации низких показателей экспортной деятельности, а также в использовании средств на финансирование предвыборного процесса в Центральной Европе в 2002 году. После расширения состава ЕС новые члены ЕС взяли курс на постепенную финансовую консолидацию в порядке подготовки к переходу на единую валюту. Положение в бюджетно-финансовой сфере было намного лучше в ряде стран Юго-Восточной Европы, где проводимая экономическая политика координировалась с Международным валютным фондом (МВФ) и определялась условиями займов, предоставленных МВФ по линии резервного кредитования. Во многих странах бывшей Югославии сохраняется проблема крупного неорганизованного сектора, что, в частности, сказывается на налоговых поступлениях. В странах региона СНГ отмечалась общая тенденция к бюджетно-финансовой консолидации. В сочетании с высокими темпами роста ВВП такая тенденция обеспечила свободу маневра для поддержания экономического роста в 2003 году. Некоторые исключения объяснялись накопленной внешней задолженностью, как в Грузии, или ростом государственных расходов, как в Армении и Таджикистане.

В регионе сохраняется дефицит баланса текущих операций. Значительная доля денежных переводов в текущих операциях, замедление притока официальной помощи в некоторые страны Юго-Восточной Европы и большая зависимость от природных ресурсов во многих странах региона СНГ обусловили повышение уязвимости этих стран перед внешними потрясениями.

Хотя проводимая в последнее время стабилизационная политика и ее результаты в странах с переходной экономикой улучшили перспективы создания экономических условий, характеризующихся более низкими

темпами инфляции, безработица остается проблемой для многих стран региона, что вызвано отчасти растущей производительностью труда в промышленном секторе и низкой мобильностью (см. таблицу 10). Во многих из этих стран безработица носит в основном структурный характер, и, следовательно, рост объема производства существенно не повлиял на ее уровень.

5.2. Классификация, объем и структура международных потоков капитала

Основными действующими лицами международного рынка капитала являются коммерческие банки, корпорации, небанковские финансовые институты (например, страховые компании и пенсионные фонды, центральные банки и иные государственные учреждения (схема 3).



Схема. 4. **Инструменты международных рынков капитала**

1. *Коммерческие банки.* Коммерческие банки занимают центральное положение на международном рынке капитала не только потому, что они управляют работой механизма осуществления международных платежей, но и потому, что выполняют множество других видов финансовой деятельности. Банковские обязательства состоят, главным образом, из депозитов с различными сроками погашения, а активы – из ссуд (корпора-

циям и правительствам), депозитов других банков (межбанковских депозитов) и облигаций. Международные банки активно участвуют и в операциях с иными типами активов. Например, за определенное вознаграждение банки могут заниматься андеррайтингом акций и облигаций компаний, т.е. гарантированным размещением этих ценных бумаг по фиксированной цене. Важная особенность международной банковской деятельности заключается в том, что за рубежом банки могут осуществлять некоторые операции, запрещенные в собственной стране. Этот тип правовой асимметрии породил в последние 30 лет рост международной активности банков.

2. *Корпорации.* Корпорации, в особенности занимающиеся проведением международных операций, обычно финансируют свои инвестиции за счет иностранных источников. Для получения необходимых финансовых ресурсов корпорации могут продавать свои акции, т. е. права на владение частью своих активов, или же использовать средства иностранных займов. Второй тип получения финансовых ресурсов подразумевает осуществление заимствования либо у самих банков, либо у других институциональных кредиторов; когда же требуется получение долгосрочных займов, то фирмы могут продавать свои долговые обязательства на международных рынках капитала. Облигации корпораций часто деноминируются в валюте той страны, в которой они предлагаются к продаже. Но все чаще корпорации используют новые стратегии деноминирования, делающие их облигации привлекательными для широкого круга потенциальных покупателей.

3. *Небанковские финансовые институты.* Такие небанковские институты, как страховые компании, а также пенсионные и паевые фонды, стали важными участниками международного рынка капитала, т.к. в последнее время они стали активно приобретать заграничные активы с целью диверсификации своих портфелей. Особое место среди подобных институтов занимают инвестиционные банки, такие, как, например, First Boston Corporation, Goldman Sachs и Lazard Freres, которые являются не только банками в обычном понимании этого слова, поскольку специализируются на гарантированном размещении акций и облигаций компаний, а в некоторых случаях — правительств. В 1933 году американским коммерческим банкам была запрещена инвестиционная деятельность на территории США (а также проведение многих операций с корпоративными акциями и облигациями), хотя в настоящее время правительство США пытается ослабить некоторые из подобных ограничений. Но коммерческим банкам США давно уже было разрешено заниматься инвестиционной банковской деятельностью за рубежом, и такие банки, как Citicorp, Morgan Guaranty и Banker Trust, ведут активную конкурентную борьбу с более специализированными инвестиционными банками.

4. *Центральные банки и другие государственные учреждения.* Участие центральных банков в деятельности международных финансовых рынков обычно осуществляется в виде проведения валютных интервенций. В то же время другие государственные учреждения часто делают заимствования за рубежом. Например, правительства развивающихся стран и государственные предприятия берут кредиты у иностранных коммерческих банков.

Даже бывшие коммунистические правительства некоторых восточноевропейских стран, в частности Польши и Венгрии, делали значительные заимствования у западноевропейских банкиров-капиталистов.

Для каждого рынка, при всем его многообразии, часто характерны одни и те же участники. Их можно классифицировать по следующим признакам:

- характер участия субъектов в операциях;
- цель и мотивы участия;
- типы эмитентов и их характеристики;
- типы инвесторов и должников;
- страна происхождения субъектов.

Классификация международных потоков капитала:

1. Функциональное предназначение: ссудный капитал, предпринимательский капитал.

2. Целевое назначение: прямые инвестиции, портфельные инвестиции.

3. Принадлежность: частный капитал, государственный капитал, капитал международных организаций.

4. Сроки: краткосрочный капитал, среднесрочный капитал, долгосрочный капитал.

Капитал осуществляет свое движение в двух основных формах: предпринимательской и ссудной.

Движение ссудного капитала осуществляется в виде международного кредита, а предпринимательского — путем осуществления зарубежных инвестиций.

Ссудный капитал приносит доход его владельцу в виде процента по вкладам, займам и кредитам. Предпринимательский капитал приносит доход преимущественно в виде прибыли.

Предпринимательский капитал делится на прямые и портфельные инвестиции.

Характерная черта прямых инвестиций состоит в том, что инвестор владеет управленческим контролем над объектом, в котором инвестирован его капитал. Портфельные инвестиции такого контроля не дают. Они обычно представлены пакетами акций, на которые приходится менее 10-25% собственного капитала фирмы.

Через вывоз прямых инвестиций инвесторы учреждают за рубежом новую фирму. За рубежом такие фирмы получили название зарубежных филиалов. Они подразделяются на отделения, дочерние компании, ассоциированные компании.

Отделение, хотя и регистрируется за рубежом, не является самостоятельной компанией с собственным балансом и полностью (на 100%) принадлежит родительской фирме, а поэтому не является юридическим лицом.

Дочерняя компания регистрируется за рубежом как самостоятельная компания, то есть является юридическим лицом с собственным балансом, но контроль над ней осуществляет родительская компания в силу того, что она обладает основной частью акций дочерней компании или же всем ее капиталом.

Ассоциированная компания отличается от дочерней тем, что находит-

ся не под контролем, а под влиянием родительской фирмы за счет того, что той принадлежит существенная (но не основная) часть акций.

Частный капитал представлен активами частных фирм, коммерческих банков и прочих негосударственных организаций, которые перемещаются между странами по решению руководящих органов этих организаций.

Государственный капитал – это средства государственного бюджета, перемещаемые за рубеж по решению правительства стран.

Капитал международных экономических организаций используется по решению руководящих органов международных организаций (МВФ, Всемирного банка, Европейского банка реконструкции и развития (ЕБРР), Европейского центрального банка).

5.3. Либерализация международных потоков капитала

Процесс глобализации и либерализации международных финансов и мировой экономики настолько интенсивно продвинулся вперед, что неприсоединение к этому (превратившемуся в мировой) стандарту на практике с трудом может привести к достижению целей, обычно слишком узких, из-за которых страна не присоединилась к конвертируемости валюты, рекомендованной МВФ.

В 70-е и 80-е годы все индустриально развитые страны либерализировали операции с капиталом. Этой тенденции в значительной степени способствовали Кодекс либерализации движения капитала ОЭСР и Вторая директива либерализации движения капитала ЕС. Значительное число развивающихся стран также предприняли подобные шаги, хотя и до сих пор большинство из них ограничивают операции с капиталом.

Центральноевропейские страны, которые первыми среди бывших социалистических государств ввели обратимость своих национальных валют по текущим операциям в начале 90-х, также имели свои соображения. В частности, подобные меры оказывают дисциплинирующий эффект на внутренний рынок; хозяйствующие единицы в таких условиях уже имеют право свободного выбора между внутренним и международным рынками со всеми вытекающими из этого последствиями; подобная мера привносит и приспособление уровня цен к мировому в дополнение к тому, что население владело (и владеет) таким количеством иностранной валюты, что было бессмысленно продолжать ставить владение инвалютой вне закона. В таких условиях благоприятным было решение о легализации владения инвалютой и привлечении ее в банковскую систему.

Экономическая практика опровергает постулат, что независимость и эффективность национальной денежной политики страны, применяющей фиксированный валютный курс национальной денежной единицы, может быть сохранена с помощью постоянного контроля за движением капитала: в средне- и долгосрочном периоде национальные денежные (и в целом экономические) политики конкурируют, и капиталопотоки движутся, чаще всего успешно огибая ограничения движения капитала.

Рано или поздно рынок вырабатывает механизмы преодоления ограничений, которые, в конечном счете, имеют скромный эффект. Ограничительные мероприятия занимают свое место в экономической практике, но на них можно рассчитывать только как на временную меру, исполь-

зуемую до включения в комплекс экономической политики мер, которые имеют целью затронуть коренные проблемы.

Несомненно, самый мощный рынок капитала в США. Он регулируется государством и переносит в глобальный масштаб свои тенденции. Государство устанавливает такой валютный режим, который раскрепощает финансовый рынок; либерализация без рестрикций обеспечивает глобализацию. Поэтому именно американский доллар (вследствие либеральной валютной политики США), а не немецкая марка или иена (или другие СКВ), занял столь значимое положение в мире, обслуживая интеграцию и перемещение глобальных потоков капитала. Например, ряд экономистов придерживается мнения, что рынок евровалют возник во время рецессии 1929—1933 гг., когда стали набираться евродолларовые авуары из-за возможности получать дополнительную прибыль в обход резервных и других требований законодательства США, ограничивающих свободное движение капитала: экспортеры, которые должны были получить доллары от экспорта товаров в США, начали оставлять свои долларовые авуары на счетах в отечественных или иностранных банках в валюте перевода — в долларах, не превращая их в свою национальную валюту. Они стремились, прежде всего, избежать потерь от разницы между курсами «покупки» и «продажи» при превращении долларов в местную валюту и потом опять в доллары, получить экономическую выгоду (например, путем использования большего процента или избежания потерь от обесценивания нестабильных тогда местных валют) и обойти налогообложение или валютные ограничения в целом.

Глобализация сама подготовила режим валютного курса, который не требует отвлекать деньги с воспроизводственного рынка, что дает свободу экспорту-импорту и возможность экономике развиваться динамично, а вложенный капитал, возвращаясь, в свою очередь, способствует глобализации.

При этом для стабилизации курса валюты какой-либо страны, интегрированной в мировое сообщество, ей не нужно отказываться от независимости в проведении денежно-кредитной политики, хотя изменения процентных ставок вызывают перемещение капитала, что отражается на уровне ликвидности отдельных стран. Однако движение капитала может принять масштабы, приводящие к длительной нестабильности валютных курсов. Поэтому для обеспечения устойчивости рынков капиталов и валюты при свободном движении средств необходима координация валютной политики, так как рынки долговых обязательств становятся взаимозависимыми. Одним из доказательств необходимости проведения координированной денежно-кредитной политики для обеспечения стабильности рынка ценных бумаг является биржевой крах октября 1987 года, вызванный плохо скоординированной денежно-кредитной политикой США и Германии. Распространение кризиса на другие биржи также указывает на взаимосвязь рынков ценных бумаг и финансовых инструментов различных стран.

Американский доллар, канадский доллар, английский фунт, японская иена, немецкая марка и другие конвертируемые валюты относительно свободно колеблются по отношению одна к другой. Их валютный курс во

многом определяется независимыми рыночными силами. Когда иностранный инвестор покупает паи IBM, стоимость этих акций, выраженная в валюте, может меняться двумя способами. Во-первых, ее цена может увеличиваться или падать в зависимости от спроса и предложения на акции на Нью-Йоркской фондовой бирже. Во-вторых, стоимость может измениться под влиянием валютного курса доллара по отношению к валюте инвестора. Японский инвестор в американские акции будет следить за движением курса доллар/иена, а немецкий — доллар/марка. (То же самое можно сказать и об американском инвесторе, который покупает паи на неамериканском предприятии.) Падение курса американского доллара по отношению к другим валютам будет увеличивать стоимость инвестиций в иностранные компании и наоборот.

Таким образом, развитие современного рынка капитала становится основным звеном функционирования мировой экономики, куда вовлекаются все новые государства. Глобализация финансовых рынков и обмена капиталами — неизбежный процесс, имеющий положительные и отрицательные стороны. Вывоз капитала способствует растущему взаимопроникновению национальных экономик, ускорению обращения денег, более рациональному их использованию, но рядом идут спекулятивные процессы.

В капиталообмен втягиваются страны, не вполне готовые к финансовому участию, например, недавно получившие возможность выхода на рынок, у которых подключение к глобальному финансовому рынку может вызвать системный кризис. Тем не менее, современный режим валютных курсов позволяет использовать и фиксированные паритеты; и многие страны с недостаточно развитой экономикой, высоким уровнем ее открытости или сильной зависимостью от внешнего рынка прибегают к регулярным интервенциям с целью поддержания устойчивости национальной денежной единицы. Такая политика оправдывает себя до тех пор, пока валютный ориентир, вместе с которым национальная денежная единица плавает (например, доллар США или евро), остается стабильным.

Кроме того, она может быть успешной чаще всего лишь в тех случаях, когда обратимость национальной валюты не выходит за рамки обязательных требований VIII статьи устава Международного валютного фонда, то есть по текущим операциям. При иных обстоятельствах регулируемые валютные курсы становится невозможно поддерживать, что нашло подтверждение в развитии азиатского финансового кризиса-1997.

Свобода финансовых операций при относительной отсталости банковской инфраструктуры в регионе сделала ряд государств уязвимыми перед лицом масштабных спекуляций на рынках фондовых ценностей; утечка краткосрочных капиталов обескровила их валютные рынки; повышение курса доллара США, а вместе с ним и курсов некоторых местных валют уменьшило доходы от экспорта. В результате пришлось перейти на режим валютного плавания, пересмотреть правила контроля над движением капитала в сторону их ужесточения, чтобы избежать негативного воздействия валютного фактора на экономику.

Международные потоки частного капитала, пришедшие в страну благодаря либерализации, рассматриваются как альтернативный источник внешнего финансирования (особенно развивающихся стран) по сравне-

нию с кредитованием, поэтому МВФ подталкивает страны к либерализации. В ряде случаев это играет положительную роль, но нередко финансовая либерализация (потоков капитала из страны и в страну), особенно параллельно быстрой приватизации финансовых институтов (в частности, банков), меняет среду их функционирования коренным образом, и не всегда они могут перестроиться.

Суть вывоза капитала сводится к изъятию части финансовых и материальных ресурсов из процесса национального экономического оборота в одной стране и включению их в производственный процесс в других странах.

Главной причиной вывоза капитала является опережение внутреннего экономического развития вывозящей страны по сравнению с ростом ее внешней торговли. Экспорт капитала вызывается образованием в промышленно развитых странах избытка капитала, что обусловлено его перенакоплением, то есть когда падение нормы прибыли в национальной экономике не компенсируется повышением ее массы.

Сейчас уже нельзя однозначно утверждать, что капиталы движутся лишь за более высокой нормой прибыли. В стратегии вывоза капитала появились новые, более сложные мотивы. На первый план выдвинулись следующие задачи:

– освоение и удержание своих ниш на международных рынках;

– приобщение к научно-техническому управленческому опыту других стран;

– преодоление таможенных барьеров отдельных стран и региональных группировок;

– структурная перестройка международного разделения труда.

Миграция капитала обычно не предполагает перемещения из страны в страну каких-либо инвестиционных товаров. Когда бизнесмен приобретает за рубежом какой-либо инвестиционный товар, такая сделка будет считаться внешней торговлей. Однако если этот инвестиционный товар перевозится в другую страну в качестве вклада в уставный капитал создаваемой или приобретаемой там фирмы, сделка будет рассматриваться как вывоз капитала.

Краткие выводы:

Международное движение капитала – это движение финансовых потоков между кредиторами и заемщиками в различных странах, между собственниками и их фирмами, которыми они владеют за рубежом. Основными действующими лицами международного рынка капитала являются коммерческие банки, корпорации, небанковские финансовые институты (например, страховые компании и пенсионные фонды, центральные банки и иные государственные учреждения). Капитал международных экономических организаций используется по решению руководящих органов международных организаций (МВФ, Всемирного банка, Европейского банка реконструкции и развития (ЕБРР), Европейского центрального банка.

Контрольные вопросы:

1. Объясните сущность международного движения капитала.
2. Кто является основными действующими лицами международного рынка капитала?
3. Как проводится либерализация международных потоков капиталов в рыночной экономике?
4. Что такое ссудный и предпринимательский капитал?

Литература:

1. Основы международных валютно-финансовых и кредитных отношений: Учебник/Научн. ред. В.В. Круглов. М.: Изд-во «ИНФРА-М», 1998, 2000.
2. *Пебро М.* Международные экономические, валютные и финансовые отношения / Общ. ред. Н.С. Бабинцевой. М.: Прогресс-Универс, 1994.
3. *Перар Ж.* Управление международными денежными потоками. М., 1998.
4. *Шавшуков В.М.* Формирование российского сегмента глобальных финансов. СПб.: Изд-во СПбГУ, 2001.
5. *Хэррис Дж.* Международные финансы: Пер. с англ. М.: Изд-во ИИД Филинъ, 1996.
6. Банковское дело: Учебник/ Под ред. В.И. Колесникова, Л.П. Кроливецкой, Г.Н. Белоглазовой. М.: Финансы и статистика, 2001. Гл. 6. Внешнеэкономическая деятельность коммерческого банка.
7. Валютно-финансовые операции в условиях экономической глобализации: международный опыт и российская практика. Вып. 3 / Под ред. А.И. Евдокимова. СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2001.
8. Внешнеэкономическая деятельность предприятия: Учебник / Под ред. Л.Е. Стровского. М.: ЮНИТИ, 2001. Гл. 8. Валютно-финансовые отношения предприятий с зарубежными партнерами.
9. *Кидуэлл Д., Петерсон Р., Блэкуэлл Д.* Финансовые институты, рынки и деньги. СПб.; М.; Харьков; Минск, 2000. Гл. 11. Международные рынки кредитов и валюты.
10. *Кругман П., Обстфельд М.* Международная экономика. Теория и политика. М.: ЮНИТИ, 1997. Ч. III. Валютные курсы и макроэкономика открытой экономики; гл. 19. Международная валютная система 1870–1973 гг.; гл. 21. Оптимальные валютные зоны и европейский опыт.

Глава 6. ОБЪЕМ И СТРУКТУРА ОСНОВНЫХ ПОТОКОВ КАПИТАЛОВ ПЕРЕХОДНЫХ ЭКОНОМИК: ЗНАЧЕНИЕ ОФИЦИАЛЬНЫХ ПОТОКОВ

6.1. Общие тенденции

Межправительственные займы получили широкое развитие в годы первой мировой войны в связи с военными поставками из США в Европу. Межправительственная задолженность (без процентов) достигла в этот период 11 млрд. долл. Во время мирового экономического кризиса 1929—1933 гг. Германия, Франция и ряд других стран отказались в дальнейшем оплачивать свои долги. В связи с этим во время второй мировой войны США вместо кредитов осуществляли поставки по ленд-лизу (предоставление материальных средств взаймы или в аренду).

После второй мировой войны до середины 50-х годов США были монопольным кредитором по межправительственным займам. За период с 1946 по 1950 г. объем межправительственных займов США и других развитых стран составил 30,2 млрд. долл., из них около 2/3 кредитов приходилось на страны Западной Европы. Самым крупным из них был правительственный заем США Великобритании в сумме 3750 млн. долл. на 50 лет из 2% годовых. Льготные условия займа сопровождались такими требованиями США к Великобритании, как отмена валютных ограничений и других преград для проникновения американского капитала в стерлинговую зону. В мае 1946 г. США предоставили правительственный заем Франции в размере 650 млн. долл. сроком на 35 лет с условием использования половины этой суммы на оплату американских военных материалов, оставшихся после войны во Франции.

Однако межгосударственные кредиты предоставляются за счет средств государственного бюджета и в рамках помощи. Например, были предоставлены крупная сумма кредитов и финансовая помощь для восстановления экономики в послевоенное время в рамках «плана Маршалла»: за период с 1950 по 1955 г. общая сумма помощи США 17 странам Западной Европы составила около 17 млрд. долл. Количество государственных займов как составной части программ помощи постоянно возрастает, особенно от стран ОЭСР развивающимся странам. В 70—80-е годы межправительственные займы предоставлялись в основном промышленно развитыми странами развивающимся странам, за исключением межгосударственных кредитов для поддержки валют путем проведения валютной интервенции.

После второй мировой войны предоставление займов шло главным образом по линии международных валютно-кредитных организаций. В рамках межправительственных кредитов правительство трактуется широко и включает международные организации на том основании, что основная масса тех из них, которые предоставляют международные кредиты (например, Всемирный банк, МВФ), являются межправительственными. В категорию

межбанковских кредитов влиты денежные власти и коммерческие банки по той причине, что нередко центральные банки предоставляют международные кредиты через коммерческие банки и отличить их от собственных кредитов коммерческих банков практически невозможно.

К середине 90-х годов примерно 50% международных кредитов составляли межбанковские кредиты, 30% приходилось на межправительственные кредиты и 20% — на кредиты прочих организаций. Главными кредиторами являются правительства Японии, Германии, Франции и США. Правительства отдельных развивающихся стран (Китай, ЮАР, Кувейт, Южная Корея) также предоставляют международные кредиты, однако их удельный вес в общемировом объеме кредитования незначителен. Крупнейшими получателями межправительственных кредитов являются Австралия, Дания и Швеция, из числа развивающихся стран — Мексика, Пакистан, Аргентина.

Основной объем международного движения ссудного капитала приходится на развитые страны, которые являются главными кредиторами и заемщиками. Доля развивающихся стран с трудом достигает 15-17% лишь в общем объеме межгосударственных кредитов, в которых более половины занимают кредиты, предоставляемые по линии международных организаций.

6.2. Роль многосторонних институтов – МВФ, Всемирного банка, Европейского инвестиционного банка

Современные международные валютные отношения очень нестабильны, а ситуации, возникающие на валютных рынках, отличаются большим риском и неопределенностью для участников валютных сделок. Все это заставляет многие страны участвовать в координации экономической политики в этой области. Эту координацию на практике осуществляют такие органы, как Международный валютный фонд, Международный банк реконструкции и развития.

Интеграция России в мировую экономику предполагает, в частности, ее подключение к межгосударственным институциональным структурам, предназначенным для регулирования мировых экономических и валютно-финансовых отношений, членство в ведущих международных организациях, в первую очередь в МВФ и Всемирном банке. В условиях резко возросшей взаимозависимости современного мира страна не могла без ущерба для своих интересов оставаться в стороне от участия в формировании международного валютно-финансового механизма, с которым она реально взаимодействовала при осуществлении внешнеторговых связей. Кроме того, вступление в эти организации открывает доступ к важному источнику валютных кредитов.

Международные и региональные валютно-кредитные и финансовые организации — это институты, созданные на основе межгосударственных соглашений с целью регулирования международных экономических, в том числе валютно-кредитных и финансовых отношений. Эти учреждения появились в текущем столетии, они следуют своим целям, решают раз-

ные задачи и действуют в глобальном или региональном масштабах. Роль международных финансовых институтов повышается в условиях интернационализации хозяйственных связей. В их деятельности переплетаются тенденции партнерства и противоречия, характерные для всемирного хозяйства.

Международный валютный фонд

Международный валютный фонд (МВФ) — международная организация, предназначенная для регулирования валютно-кредитных отношений между государствами-членами и оказания им финансовой помощи при валютных затруднениях, вызываемых дефицитом платежного баланса, путем предоставления кратко- и среднесрочных кредитов в иностранной валюте. Фонд имеет статус специализированного учреждения ООН. Практически он служит институциональной основой мировой валютной системы. МВФ был создан на международной валютно-финансовой конференции в Бреттон-Вудсе (США) в 1444 г., но начал функционировать с марта 1947 г. Его штаб-квартира расположена в Нью-Йорке. Совет управляющих — высший руководящий орган МВФ, в котором каждая страна-член представлена управляющим и его заместителем. Обычно это министры финансов или руководители центральных банков.

В ведение Совета входит решение ключевых вопросов деятельности Фонда, таких, как внесение изменений в статьи соглашения, прием и исключение стран-членов, определение и пересмотр величины их долей в капитале, выборы исполнительных директоров. Управляющие собираются на сессии обычно один раз в год, но могут проводить свои заседания, а также голосовать по почте в любое время. Директорат — исполнительный орган — включает 6 представителей от стран с наибольшей долей капитала в Фонде и 16 — от остальных стран, избираемых по географическому признаку. Правление МВФ находится в Вашингтоне, а его отделение — в Париже. Правление состоит из пяти главных департаментов: для Африки, Европы, Азии, Среднего Востока и Западного полушария.

Официальные цели МВФ: «способствовать международному сотрудничеству в валютно-финансовой сфере в рамках постоянно действующего учреждения»; «содействовать расширению и сбалансированному росту международной торговли», что имело бы своим следствием развитие производственных ресурсов, достижение высокого уровня занятости и реальных доходов всех государств-членов; «обеспечивать стабильность валют, поддерживать упорядоченные отношения в валютной области среди государств-членов» и не допускать «обесценения валют с целью получения конкурентных преимуществ»; оказывать помощь в создании многосторонней системы расчетов по текущим операциям между государствами-членами, а также в устранении валютных ограничений; предоставлять на временной основе государствам-членам средства в иностранной валюте, которые давали бы им возможность «исправлять нарушения равновесия в их платежных балансах».

Устав МВФ изменялся дважды: в 1968—1969 гг. была внесена первая серия поправок, вызванная введением СДР и в 1976—1978 гг. — вторая

серия поправок, которая отражала замену Бреттонвудской валютной системы новой, Ямайской валютной системой. Согласно Уставу МВФ, государства-члены должны были на базе фиксированных курсов валют вводить их обратимость по текущим международным операциям и проводить политику по полному устранению валютных ограничений. На практике эти положения не могли быть выполнены многими странами (валютные ограничения отменены лишь в 60 странах).

Капитал МВФ складывается из взносов государств-членов в соответствии с установленными квотами, величина которых зависит от экономического потенциала и активности страны в международной торговле. Первоначально взносы уплачивались частично золотом (четверть квоты) и частично национальной валютой. Затем, с апреля 1978 г., четвертая часть квоты стала засчитываться в СДР или в установленных МВФ валютах стран-участниц. В 1947 г. в фонд входило 49 стран, и общая сумма квот составляла 7,7 млрд. долл. К 30 июня 1991 г. участниками МВФ было уже 155 стран-членов, и капитал (оплаченный) составил 90 млрд. долл. Из этой суммы 2/3 принадлежат промышленно развитым странам (в том числе США – 1/5), 1/3 – развивающимся странам, составляющим 4/5 членов фонда.

Исходя из размеров квот, распределяются голоса между странами в руководящих органах МВФ. Каждое государство располагает 250 голосами плюс один голос на каждые 100 тыс. Наибольшим числом голосов обладают США (более 19%) и страны Европейского Союза (около 30%). За последние годы возросла доля квот и соответственно голосов развивающихся стран – экспортеров нефти. Для принятия наиболее важных решений МВФ необходимо 85% голосов участников, в других случаях достаточно 70%. Руководящим органом МВФ является Совет управляющих, который собирается раз в год в составе представителей всех стран-участниц. Исполнительным органом является Директорат, состоящий из шести членов, назначаемых странами с наибольшими квотами, и 16 членов, избираемых по географическому признаку. Совещательным органом является Временный комитет Совета управляющих, в состав которого входят министры финансов 22 стран.

В Устав МВФ внесены изменения в связи с Ямайской валютной системой. Они были ратифицированы большинством членов Фонда 1 апреля 1978 г. Доля США в капитале Фонда снизилась за 1947–1987 гг. с 36,2 до 20,1%, в общем количестве голосов – с 26,7 до 19,3%, но все же они сохранили право вето при решении важнейших вопросов. Несколько повысился удельный вес голосов и квот развивающихся стран, главным образом стран – экспортеров нефти.

Кредиты МВФ делятся на несколько видов:

1) кредиты, предоставляемые в пределах резервной позиции страны в МВФ. Для покрытия дефицита платежного баланса страна может получить кредит в Фонде — ссуду в иностранной валюте в обмен на национальную сроком до трех-пяти лет. Погашение ссуды производится обратным путем — посредством покупки через определенный срок национальной валюты на свободно конвертируемую. В пределах 25% квоты страна получает кредиты без ограничений, а также на сумму кредитов в инос-

транной валюте, предоставленных ранее Фонду. Этот кредит не должен превышать 200% квоты;

2) кредиты, предоставляемые сверх резервной доли. Ссуды выдаются после предварительного изучения Фондом валютно-экономического положения страны и выполнения требований МВФ о проведении стабилизационных мер. Стабилизационные программы МВФ предусматривают ограничение внутренних кредитов, бюджетных расходов, заработной платы и ведут к снижению темпов экономического роста, что обычно идет вразрез с национальными интересами страны-заемщика. Однако получение займа в МВФ дает возможность странам рассчитывать на крупные кредиты в частных банках.

МВФ играет большую роль в межгосударственном регулировании валютно-кредитных отношений. В соответствии с Бреттонвудским соглашением перед Фондом была поставлена задача по упорядочению валютных курсов, т.е. регулированию и поддержанию устойчивости паритетов стран-членов в золоте или долларах. Без санкции Фонда страны не имели права изменять паритеты валют более чем на 10%, а также допускать при проведении операций отклонения от паритета свыше ±1% (с декабря 1971 г. — свыше ±2,25%).

Обострение валютного кризиса в начале 70-х годов привело к подрыву основных принципов бреттонвудской валютной системы, и в частности к сохранению фиксированных валютных курсов. В результате в 1973 г. были отменены фиксированные паритеты и валютные курсы, введен режим «плавающих» валютных курсов, которые юридически были закреплены Ямайской валютной системой, введенной с апреля 1978 г. Страны — члены МВФ обязаны предоставлять ему информацию об официальных золотых запасах и валютных резервах, состоянии экономики, платежного баланса, денежного обращения, заграничных инвестициях и т.д. Эти данные используются частными банками для определения платежеспособности стран-заемщиков.

Стоит отметить, что на первых порах МВФ как кредитор играл скромную роль. Однако начиная с 1970-х годов произошло значительное расширение его кредитной деятельности. Всего за период 1947-1998 гг. МВФ предоставил странам-членам кредиты на общую сумму 175,5 млрд. СДР (приблизительно 247 млрд. доллара по курсу доллара к СДР на конец 1998 г.), а вместе с льготными займами наименее развитым странам за счет специальных фондов — 187,1 млрд. СДР, что составляет 263 млрд. долларов.

Важно отметить, что членство страны в МВФ является обязательным условием при ее вступлении в Международный банк реконструкции и развития, а также для получения льготных кредитов в его дочерней организации — Международной ассоциации развития. Цели МВФ: поощрение международного сотрудничества в области валютной политики; способствование сбалансированному росту в области валютной политики; способствование сбалансированному росту мировой торговли для стимулирования и поддержания высокого уровня занятости и реальных доходов, для развития производственного потенциала всех государств-членов в качестве главной цели экономической политики; поддержание стабильности

валют и упорядочение валютных отношений между государствами-членами, а также воспрепятствование девальвации валют из соображений конкуренции; участие в создании многосторонней системы платежей, а также устранение ограничений на трансферт валюты; предоставление средств для ликвидации несбалансированности платежных балансов государств-членов. Функции МВФ: соблюдение согласованного кодекса поведения (тесное сотрудничество в вопросах международной валютной политики и межгосударственного платежного оборота); финансовая помощь для преодоления дефицита платежного баланса; консультирование и сотрудничество.

Принципы МВФ: запрет на манипуляции валютным курсом или международной валютной системой для уклонения от урегулирования; обязательство проведения (в случае необходимости) интервенций на валютных рынках для прекращения валютного кризиса; обязательство каждой страны учитывать в своей политике интервенций интересы своих партнеров, в особенности тех, в валюте которых она осуществляет свои интервенции.

Банк международных расчетов (БМР) — первый межгосударственный банк — был организован в 1930 г. в Базеле как международный банк центральных банков. Его организаторами были эмиссионные банки Англии, Франции, Италии, Германии, Бельгии, Японии и группа американских банков во главе с банкирским домом Моргана. Не будучи международной финансовой организацией, чей устав предусматривал бы правила членства и выполняемые функции, он играет ведущую роль в международном регулировании банковской деятельности.

Одной из задач БМР было облегчить расчеты по репарационным платежам Германии и военным долгам, а также содействовать сотрудничеству центральных банков и расчетам между ними. Свою главную функцию координатора центральных банков ведущих развитых стран БМР сохраняет до сих пор. Он объединяет центральные банки 33 стран, главным образом европейских. С 1979 г. БМР производит расчеты между странами – участницами Европейской валютной системы, выполняет функции депозитария Европейского объединения угля и стали (ЕОУС), совершает операции по поручениям ОЭСР и участвующих в ней стран. БМР выполняет депозитно-ссудные, валютные, фондовые операции, осуществляет куплю-продажу и хранение золота, выступает агентом центральных банков.

Будучи западноевропейским международным банком, БМР осуществляет межгосударственное регулирование валютно-кредитных отношений. БМР организует также коллективную валютную интервенцию центральных банков с целью поддержания курса ведущих валют, выступает попечителем по межправительственным кредитам, наблюдает за состоянием еврорынка. БМР – ведущий информационно-исследовательский центр. Являясь учредителями БМР, центральные банки этих стран выступают одновременно и его клиентами. Поэтому БМР часто называют международным банком центральных банков. Таким образом, БМР содействует межгосударственному регулированию валютно-кредитных отношений.

Всемирный банк

Вступление Российской Федерации в 1992 г. в Международный валютный фонд и Международный банк реконструкции и развития, который является ядром Всемирного банка (World Bank), значительно укрепило позиции Российской Федерации на мировых валютно-финансовых рынках и способствовало адаптации к современной системе валютно-кредитных отношений. Состав и организационная структура Всемирного банка претерпели существенные изменения со времени их создания. Количество стран – членов Международного банка реконструкции и развития (МБРР) выросло с 38 в 1946 г. до 180 в 1996 г. Создание новых дочерних организаций позволило преобразовать МБРР в группу Всемирного банка, включающую четыре международных финансовых института.

В 1956 г. была создана Международная финансовая корпорация – МФК, которая осуществляет финансирование проектов частного сектора, в отличие от МБРР, предоставляющего займы только под гарантии правительств стран-членов.

В 1960 г. была основана Международная ассоциации развития – МАР, предоставляющая беспроцентные льготные кредиты наиболее бедным странам. Задачей Многостороннего агентства по гарантированию инвестиций – МАГИ, основанного в 1988 г., является предоставление гарантий зарубежным инвесторам от некоммерческих политических рисков. Рост потоков прямых иностранных инвестиций обусловит создание в 1966 г. Международного центра урегулирования инвестиционных споров – МЦУИС, связанного с деятельностью группы Всемирного банка. МЦУИС призван обеспечивать урегулирование и арбитраж споров между иностранными инвесторами и правительствами стран-заемщиц.

Международный банк реконструкции и развития

Международный банк реконструкции и развития (МБРР) — специализированное учреждение ООН, межгосударственный инвестиционный институт, учрежденный одновременно с МВФ в соответствии с решениями международной валютно-финансовой конференции в Бреттон-Вудсе в 1944 г. Соглашение о МБРР, являющееся одновременно его уставом, официально вступило в силу в 1945 г., но банк начал функционировать с 1946 г. Местонахождение МБРР — Вашингтон.

Официальной целью деятельности МБРР является содействие странам-членам в развитии их экономики посредством предоставления долгосрочных займов и кредитов, гарантирования частных инвестиций. Первоначально МБРР был призван с помощью аккумулированных бюджетных средств капиталистических государств и привлекаемых капиталов инвесторов стимулировать частные инвестиции в странах Западной Европы, экономика которых значительно пострадала во время второй мировой воины. С середины 50-х годов, когда хозяйство стран Западной Европы

стабилизировалось, деятельность МБРР во все большей степени стала ориентироваться на страны Азии, Африки и Латинской Америки с целью противодействия национально-освободительной борьбе и стимулирования развития их экономики.

Высшими органами МБРР являются Совет управляющих и Директорат как исполнительный орган. Во главе банка находится президент, как правило, представитель высших деловых кругов США. Сессии Совета, состоящего из министров финансов или управляющих центральными банками, проводятся раз в год, совместно с МВФ. Членами банка могут быть только члены МВФ, голоса также определяются квотой страны в капитале МБРР (85,2 млрд. долл.). Хотя членами МБРР являются 155 стран, лидирующее положение принадлежит семерке – США, Японии, Великобритании, ФРГ, Франции, Канаде и Италии.

Большую часть функций по оперативному управлению Совет управляющих делегирует постоянно действующему органу – Совету исполнительных директоров. Совет исполнительных директоров отвечает за принятие всех важнейших решений, определяющих политику МБРР, в его исключительном ведении находится право одобрения займов. В настоящее время Совет состоит из 24 исполнительных директоров. В соответствии со статьями соглашения пять крупнейших акционеров – США, Великобритания, Франция, Германия и Япония – назначают своих исполнительных директоров. Остальные исполнительные директора выбираются группами стран, формируемыми по географическому принципу. Три страны – Россия, Китай и Саудовская Аравия – имеют право избирать собственных исполнительных директоров. Таким образом, Российская Федерация является одной из восьми стран, имеющих собственных представителей в Совете исполнительных директоров, и располагает возможностью оказывать существенное влияние на политику МБРР.

Источниками ресурсов банка, помимо акционерного капитала, являются размещение облигационных займов, главным образом на американском рынке, и средства, полученные от продажи облигации. МБРР предоставляет кредиты обычно на срок до 20 лет для расширения производственных мощностей стран, членов банка. Они выдаются под гарантию правительств стран – членов банка. МБРР предоставляет также гарантии по долгосрочным кредитам других банков. Как и МВФ, он требует обязательного предоставления информации о финансовом положении страны-заемщика, кредитуемых объектах и содержании миссии банка, обследующей эти объекты. Необходимо подчеркнуть, что банк покрывает своими кредитами лишь 30% стоимости объекта, причем наибольшая часть кредитов направляется в отрасли инфраструктуры энергетику, транспорт, связь. С середины 80-х годов МБРР увеличил долю кредитов, направляемых в сельское хозяйство (до 20%), в здравоохранение и образование. В промышленность направляется менее 15% кредитов банка.

В последние годы МБРР занимается проблемой урегулирования внешнего долга развивающихся стран. До 1/3 кредитов он выдает в форме так называемого совместного финансирования. Банк предоставляет структурные кредиты для регулирования структуры экономики, оздоровления

платежного баланса. За период своего существования банк и его организации предоставили свыше 5 тыс. займов на общую сумму 245 млрд. долл. Почти 3/4 всех займов приходится на МБРР, то есть примерно 15 млрд. долл. в год. За них взимается процент на уровне ставок финансового рынка.

Международная ассоциация развития. Международная ассоциация развития (МАР) была образована в 1960 г. для оказания помощи беднейшим из развивающихся стран, которые не в состоянии брать займы у Всемирного банка. Она предоставляет льготные беспроцентные кредиты на срок 30—40 лет в зависимости от кредитоспособности страны и с отсрочкой платежей на 10 лет, взимая лишь комиссию в размере 34% на покрытие административных расходов. Право на получение таких кредитов в настоящее время имеют страны с годовым доходом на душу населения, не превышающим 835 долл. Цель этих кредитов — поощрение экспорта товаров из развитых стран в беднейшие страны.

Специфика деятельности МАР заключается в координации деятельности с МБРР и совместном кредитовании проектов. Тем самым совмещаются потоки льготных государственных кредитов как формы экономической помощи и более дорогих частных ссудных капиталов. МАР финансируется за счет взносов стран-доноров, возврата старых кредитов и отчислений от прибыли МБРР. Формирование ресурсов МАР происходит в виде так называемых «пополнений» — соглашений стран-доноров о выделении определенной суммы дня финансирования кредитов МАР один раз в три года. До настоящего времени прошло 10 пополнений.

19 марта 1996 г. в Токио состоялась встреча 36 стран-доноров, на которой была достигнута договоренность о проведении одиннадцатого пополнения. Одиннадцатое пополнение предусматривает выделение в общей сложности 22 млрд. долл. Для предоставления льготных кредитов бедным странам в 1997—1999 финансовых годах взносы доноров должны составить 11 млрд. долл. Остальные средства поступят от погашения донорами задолженности по предыдущим пополнениям, возврата ранее выданных кредитов и отчислений МБРР. Россия вступила в МАР в 1992 г., при этом было решено принять участие в девятом пополнении ресурсов, внеся 100 млн. СДР в течение 10 лет. На 1 апреля 1996 г. из них было уплачено 44 млн. СДР. В десятом пополнении Российская Федерация не принимала участия. В одиннадцатом пополнении взнос России в МАР должен составить 17 млн. СДР, а взнос во Временный доверительный фонд — 8 млн. СДР. Общая сумма взноса Российской федерации в МАР составила 143,8 млн. долл. США.

Несмотря на юридическую самостоятельность, МАР во многих случаях осуществляет совместную с Всемирным банком деятельность и имеет общий с ним персонал, помещения и другое техническое обеспечение. В настоящее время она ежегодно выделяет кредиты по более чем 125 проектам на общую сумму около 6 млрд. долл. На сегодняшний день членами МАР являются 159 стран, хотя членство открыто для всех государств, принятых в МБРР. Только самые бедные развивающиеся страны имеют право на получение кредитов МАР. По формальным критериям, это страны со средним доходом на душу населения 1465 долл. или менее. Но на практике кредиты МАР предоставляются лишь странам со средним дохо-

дом на душу населения 905 долл. или менее. Страны с доходом меньше 1465 долл. могут получить помощь, состоящую частично из займов МБРР, а частично из кредитов МАР. Займы МБРР предоставляются заемщикам с доходом ниже 5295 долл. Если доход превысил 5295 долл. на душу населения, страна теряет право на займы МБРР и, по терминологии Всемирного банка, «получает аттестат зрелости».

Международная финансовая корпорация

Международная финансовая корпорация (МФК) создана по инициативе США в 1956 г. Стимулирует направление частных инвестиций в промышленность развивающихся стран для роста частного сектора. МФК предоставляет кредиты высокорентабельным частным предприятиям. Кредиты выдаются на срок до 15 лет (в среднем от 3 до 7 лет). Таким образом, МФК содействует дополнительному финансированию проектов, создаваемых частным сектором. Высший орган МФК – Совет управляющих состоит из членов Совета управляющих МБРР, президентом МФК является президент МБРР. Текущие операции осуществляет Совет исполнительных директоров. Однако, в отличие от МАР, МФК не только полностью отделена от МБРР в финансовом и юридическом отношении, но и имеет собственный штат сотрудников.

Специфика кредитов МФК заключается в отсутствии требования правительственных гарантий в отличие от МБРР и МАР, так как частный капитал стремится избежать государственного контроля. Кроме того, МФК с 1961 г. имеет право непосредственно инвестировать средства в акционерный капитал предприятий с последующей перепродажей акций частным инвесторам. В этом проявляется присущая группе МБРР тенденция сотрудничества, а не конкуренции с частными инвесторами.

МФК выпускает собственные облигации, имеющие наивысший рейтинг на мировом рынке, примерно пятую часть потребности в привлеченных ресурсах покрывает за счет заимствований у Всемирного банка. Корпорация может инвестировать средства в акционерные капиталы предприятий, которым оказывает кредитную поддержку. Она финансирует создание новых и реконструкцию действующих предприятий — от заводов до банков. Большое внимание при этом уделяется развитию малого бизнеса и охране окружающей среды. Предоставляются также консультативные услуги и техническая помощь местным органам власти и предприятиям по широкому спектру направлений.

Одними из главных принципов деятельности МФК являются: финансирование не более 25% общей суммы расходов по проектам; приобретение не более 35% акций предприятий и неучастие в их управлении (невладение контрольными пакетами). Размеры процентных ставок зависят от экономического потенциала страны и характера финансируемого проекта. Погашение займов осуществляется в течение 3—15 лет с предоставлением отсрочки платежей до 12 лет. В настоящее время корпорация ежегодно одобряет займы по более чем 200 проектам на общую сумму, превышающую 3 млрд. долл. Ее участниками являются 170 стран.

Интересно, что МФК начала свою деятельность в России еще в 1991 г., т. е. раньше, чем она вступила во Всемирный банк. Отличительной

особенностью МФК, как уже отмечалось, является то, что она вкладывает средства в частный сектор, в том числе и в виде инвестиций непосредственно в акционерный капитал частных предприятий. Такая форма помощи является очень эффективной, и в этом смысле сотрудничество с МФК является для российской экономики не менее важным, чем с МБРР. Первый пакет инвестиций МФК в России был утвержден вскоре после вступления России в эту организацию в апреле 1993 г. С тех пор МФК стала одним из ведущих инвесторов, действующих в частном секторе России. При содействии МФК были мобилизованы денежные средства в размере 1,1 млрд. долл. для финансирования различных проектов, 265,5 млн. долл. было предоставлено непосредственно МФК по 16 проектам в ряде регионов России, что составило 21% общего инвестиционного портфеля МФК по Европе. Общий объем финансирования, утвержденный Советом исполнительных директоров МФК, включает 134,9 млн. долл. в виде займов, синдицированные кредиты на сумму 45 млн. долл., взносы в акционерный капитал в размере 80,6 млн. долл., а также гарантии, свопы и резервные кредитные линии на сумму 5 млн. долл. Проекты, по которым было утверждено финансирование, осуществляются в самых различных сферах деятельности.

С 30 сентября 1996 г. МФК включила акции крупнейших российских компаний в ежедневный глобальный композитный индекс курса акций развивающихся стран и стран с переходной экономикой. Так как глобальный индекс МФК служит своего рода барометром для серьезных западных инвесторов, факт включения российских компаний в индекс рассматривался инвесторами в качестве подтверждения положительных перспектив роста российской экономики и дальнейшего развития финансовых рынков в России. Это способствовало росту интереса к российским акциям со стороны западных инвестиционных фондов.

Многостороннее агентство по гарантированию инвестиций

Многостороннее агентство по гарантированию инвестиций (МАГИ) создано в 1988 г. для оказания помощи развивающимся странам в привлечении частных иностранных инвестиций посредством предоставления инвесторам гарантий от политических рисков, а именно: экспроприаций, военных действий и гражданских беспорядков, нарушений условий контрактов и т. п. Агентство предоставляет также консультативные услуги правительствам по вопросам возможностей и условий привлечения инвестиций. Среди заявок на страхование инвестиций предпочтение отдается обоснованным с финансовой, экономической и экологической точек зрения проектам, способным содействовать развитию страны. Страховые полисы МАГИ гарантируют частные инвестиции в течение 15-20 лет, при этом максимальный размер страхового покрытия на один проект не превышает 50 млн. долл.

Членами МАГИ являются 135 государств. Еще 21 страна подписала Конвенцию о создании МАГИ и находится в процессе принятия в эту организацию. Российская Федерация вступила в МАГИ в декабре 1992 г. По состоянию на 30 сентября 1996 г. Российская Федерация владела 2,71% акций МАГИ на сумму 33,9 млн. долл. США, из которых 6,8 млн.

долл. были оплачены. Гарантии от политических рисков, предоставляемые МАГИ, позволяют иностранным инвесторам сосредоточиться только на экономических и кредитных рисках, связанных с реализацией их инвестиционных проектов. С другой стороны, большинство финансовых институтов или страховых компаний не хотят или не могут взять на себя некоммерческие риски, возникающие в политически нестабильных развивающихся странах.

Таким образом, МАГИ призвано заполнить существующую нишу. К июню 1996 г. МАГИ выдала 223 гарантии, покрывающие риски на общую сумму 2-3 млрд. долл., в том числе для России, Казахстана, Киргизии и Узбекистана, в таких секторах экономики, как финансы, инфраструктура, добыча полезных ископаемых, телекоммуникации, энергетика и туризм. В Российской Федерации с 1993 по 1996 г. были выданы 11 гарантий от политических рисков на общую сумму 279,9 млн. долл. для инвестиционных проектов, общая сумма которых составляет 303 млрд. долл. Гарантии в основном выдаются для инвестиций в проекты, осуществляемые иностранными или совместными компаниями

Международный центр урегулирования инвестиционных споров

Международный центр урегулирования инвестиционных споров (МЦУИС) является независимой международной организацией, созданной в 1966 г. на основе международной Конвенции по урегулированию инвестиционных споров, открывшейся для подписания в 1965 г. и вступившей в силу начиная со следующего года. В 1996 г. членами МЦУИС были 126 стран и еще 13 стран находились в процессе вступления. Задачей МЦУИС является урегулирование и арбитраж споров между правительствами и государственными организациями стран – членов МЦУИС и зарубежными инвесторами, как частными, так и корпоративными. Посредством укрепления доверия и взаимопонимания между правительствами и иностранными инвесторами МЦУИС способствует увеличению потоков инвестиций.

Все рассмотренные выше организации, составляющие группу Всемирного банка, предлагают широкий диверсифицированный набор финансовых продуктов и услуг, в общем адекватно отражающий потребности развивающихся стран. Помощь группы Всемирного банка и накопленный ею опыт могут принести значительную пользу странам с переходной экономикой, в том числе и России.

Европейский банк реконструкции и развития

Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР) образован в соответствии с подписанным 29 мая 1990 г. в Париже соглашением для оказания содействия реформам в странах Центральной и Восточной Европы в связи с переходом стран этого региона к ориентированной на рынок экономике. Учредителями банка являются 40 стран – все страны Европы, кроме Албании, а также США, Канада, Мексика, Венесуэла, Марокко, Египет, Израиль, Япония, Южная Корея, Австралия, Новая

Зеландия и две международные организации — Европейское экономическое сообщество и Европейский инвестиционный банк. В образовании банка принимал участие и бывший СССР, членом банка является ныне Российская Федерация.

ЕБРР начал свою деятельность с апреля 1991 г., его капитал в размере 70 млрд. франков распределяется следующим образом: 50% принадлежит Комиссии европейских сообществ и 12% — странам ЕС; 11,3% — другим европейским странам; 24% — неевропейским государствам, в том числе: США — 10% капитала, Японии — 8,52%, странам Восточной и Центральной Европы — 13,7%, бывшему СССР и ныне РФ — 6%. Цель ЕБРР — сыграть роль стимулятора и ускорителя для привлечения капиталов в отрасли инфраструктуры стран Центральной и Восточной Европы. Предоставляя кредиты, банк помогает западным промышленникам идти на необходимый риск в завоевании рынков на Востоке, а это будет способствовать скорейшему переходу восточноевропейских стран к экономической стабильности и введению конвертируемости своих валют.

ЕБРР кредитует проекты лишь в пределах 15—150 млн. долл. Ресурсы ЕБРР формируются по аналогии с МБРР. Однако доля оплаченного акционерного капитала ЕБРР выше (30% по сравнению с 7%). Неоплаченные акции могут быть при необходимости востребованы, но обычно используются как гарантия при привлечении заемных средств на мировом кредитном рынке. ЕБРР специализируется на кредитовании производства (включая проектное финансирование), оказании технического содействия реконструкции и развитию инфраструктуры (включая экологические программы), инвестициях в акционерный капитал, особенно приватизируемых предприятий.

Преимущественные сферы деятельности ЕБРР, в том числе в России, — финансовый, банковский секторы, энергетика, телекоммуникационная инфраструктура, транспорт, сельское хозяйство. Большое внимание уделяется поддержке малого бизнеса. Как и другие международные финансовые институты, ЕБРР предоставляет консультативные услуги при разработке программ развития с целевыми инвестициями. Одна из стратегических задач ЕБРР — содействие приватизации, разгосударствлению предприятий, их структурной перестройке и модернизации, а также консультации по этим вопросам.

Региональные валютно-кредитные организации

Региональные банки развития созданы в 60-х годах в Азии, Африке, Латинской Америке для решения специфических проблем и расширения сотрудничества развивающихся стран этих регионов. Межамериканский банк развития (Вашингтон), созданный в 1959 г., Африканский банк развития (Абиджан), образованный в 1963 г. и Азиатский банк развития (Манила), созданный в 1965 г., преследуют единые цели: долгосрочное кредитование проектов развития соответствующих регионов, кредитование региональных объединений. Общей чертой этих банков является существенное влияние на их деятельность развитых стран, которым принадлежит значительная часть капитала банков, и которые составляют примерно 1/3 их членов.

В региональных банках развития установлен одинаковый принцип формирования ресурсов, привлечения заемных средств в социальные фонды, проводится кредитная политика во многом по образцу группы МБРР. Вместе с тем существуют различия в деятельности региональных банков развития. Они определяются разным уровнем экономического, культурного развития стран трех континентов — Латинской Америки, Азии и Африки, особенностями их исторических традиций. Региональные валютно-кредитные и финансовые организации западноевропейской интеграции представляют собой составную часть ее институциональной структуры. Они преследуют цели интеграции и создания экономического и валютного союза (ЕС) в соответствии с Маастрихтским договором 1993 г., проведения согласованной политики по отношению к развивающимся странам, ассоциированным с ЕС.

К основным региональным организациям ЕС относится Европейский инвестиционный банк (ЕИБ, Люксембург), созданный в 1958 г., который предоставляет кредиты на срок от семи до двадцати лет, а развивающимся странам – до сорока лет. Цель ЕИБ — развитие отсталых регионов стран ЕС, реконструкция предприятий, создание совместных хозяйственных объектов, развитие приоритетных отраслей, осуществление межгосударственных проектов, модернизация отраслевой структуры производства.

Европейский фонд валютного сотрудничества (ЕФВС) создан в 1973 г. в рамках Европейской валютной системы. Он предоставляет кредиты на покрытие дефицита платежного баланса стран – членов ЕВС при условии выполнения ими программ стабилизации экономики. ЕФВС выполняет в рамках ЕВС функции кредитно-расчетного обслуживания стран-членов.

Европейский фонд развития (ЕФР, 1958 г.) проводит коллективную политику ЕС по отношению к развивающимся странам, координирует двусторонние программы официальной помощи развитию этих стран. Европейский фонд ориентации и гарантирования сельского хозяйства (1969 г.) содействует созданию общего аграрного рынка («Зеленая Европа».

Европейский фонд регионального развития (ЕФРР, 1975 г.) предоставляет кредиты за счет средств совместного бюджета ЕС с целью выравнивания региональных диспропорций в странах-членах, поскольку там насчитывается 25 беднейших районов, уровень жизни в которых в 2,5 раза ниже, чем в 25 наиболее процветающих.

Европейский валютный институт (ЕВИ, Франкфурт-на-Майне, 1994 г.) заменил Европейский фонд валютного сотрудничества, созданный в 1973 г., – этот наднациональный орган в составе управляющих двенадцати центральных банков, осуществляющий координацию денежной и кредитной политики этих банков, содействует созданию системы европейских центральных банков и переходу к единой валюте. К ЕВИ перешла функция эмиссии ЭКЮ и предоставления кредитов на покрытие дефицита баланса стран-членов. С июля 1998 г. ЕВИ заменен Европейским центральным банком, который выпускает евро. С 1999 г. начала действовать Европейская система центральных банков, которая включает Европейский центральный банк и центральные банки стран ЕС, перешедших к евро.

6.3. Двусторонние официальные потоки

Со времен второй мировой войны и вплоть до начала 1990-х годов основным источником иностранного финансирования для развивающихся стран была так называемая официальная помощь на цели развития, предоставляемая им правительствами развитых стран в форме финансирования отдельных строительных проектов, продовольственной и технической помощи, помощи в преодолении чрезвычайных ситуаций, а также в форме помощи в предотвращении и преодолении последствий военных конфликтов.

Правительства, предоставляющие помощь, стремятся, прежде всего, поддержать развивающиеся страны, являющиеся их политическими союзниками и экономическими партнерами, расширить рынки для экспорта своей продукции и содействовать смягчению проблем бедности и военной напряженности, угрожающих международной безопасности. После распада Советского Союза бывшие социалистические страны также стали получать иностранную экономическую помощь, оказываемую, главным образом, в целях поддержки предпринимаемых этими странами рыночных реформ.

Официальная помощь, предоставляемая развивающимся странам и странам с переходной экономикой, складывается из трех основных компонентов: а) гранты (т. е. безвозмездно предоставляемая помощь); б) льготные кредиты (которые надо возвращать, хотя предоставляются они на более длительный срок и под более низкие проценты, чем кредиты коммерческих банков); в) взносы правительств в бюджеты международных организаций, содействующих развитию, таких, как Организация Объединенных Наций (ООН), Международный валютный банк, Всемирный банк, а также в бюджеты региональных банков развития – Азиатского банка развития, Африканского банка развития и Межамериканского банка развития. Гранты составляют большую часть официальной помощи на цели развития – от 95 до 100% помощи большинства стран-доноров. Однако преобладающая часть этих грантов является, как говорят, «связанной», т. е. предоставляется при условии, что страны-получатели потратят полученные средства на приобретение товаров и услуг в стране-доноре или в определенной группе стран.

Таким образом, государства-доноры решают одновременно две задачи: содействие развитию менее развитых стран и экономическая поддержка собственных производителей или определенной группы производителей. Для стран-получателей, однако, такие условия не всегда удобны, поскольку они могут препятствовать покупке необходимых товаров и услуг по наиболее выгодным ценам и, следовательно, снижать эффективность получаемой финансовой помощи. Официальная помощь может быть «связана» и другими условиями, как это происходит, например, в случае с бывшими социалистическими странами. Поскольку оказание им помощи ставится в зависимость от определенного прогресса в проведении рыночных реформ, то наиболее успешно реформируемые страны, такие, как Чехия или Польша, получают

наибольшие объемы иностранной помощи относительно численности их населения или масштабов их экономики.

Частные инвестиции

В течение 1990-х годов масштабы официальной помощи на цели развития практически не менялись, тогда как чистый подток частного капитала в экономику развивающихся стран с 1990 г. по 1994 г. вырос примерно в четыре раза, далеко обогнав по объему официальную помощь. Существенно изменилась и структура потоков частного капитала. Если раньше в них преобладали банковские кредиты, то в начале 1990-х годов главную роль стали играть портфельные и прямые инвестиции. К середине 1990-х годов на долю развивающихся стран приходилась примерно треть всех осуществляемых в мире прямых иностранных инвестиций. Этому способствовал быстрый рост многонациональных корпораций, а также либерализация рынков и улучшение перспектив экономического роста в целом ряде развивающихся стран.

В целом развивающийся мир теснее интегрировался в мировые рынки капитала. Однако этого нельзя сказать о любой развивающейся стране. Дело в том, что около 90% всех частных иностранных инвестиций сосредоточено всего в двенадцати наиболее привлекательных странах. В то же время по крайней мере половина всех развивающихся стран практически не получает прямых иностранных инвестиций.

Бедные страны, расположенные в Африке к югу от Сахары, наименее привлекательны для частных иностранных инвесторов и, соответственно, не могут воспользоваться дополнительными возможностями развития за счет притока частного капитала из развитых стран. Международные эксперты опасаются, что неспособность этих стран подключиться к набирающему темпы процессу глобализации национальных экономик приведет к дальнейшему обострению проблемы экономического разрыва между богатыми и бедными странами.

Развивающиеся страны, являющиеся наиболее привлекательными для иностранных инвесторов, отличаются от прочих более благоприятными условиями для инвестирования (инвестиционным климатом), включая в первую очередь политическую стабильность, хорошие перспективы экономического роста, отсутствие валютных ограничений и относительно либеральное государственное регулирование. Благодаря этому им удается увеличивать совокупные инвестиции в свою экономику за счет прямых иностранных инвестиций, что помогает им вырваться из порочного круга бедности, не увеличивая при этом свою иностранную задолженность. К тому же прямые иностранные инвестиции обычно приносят с собой прогрессивные технологии производства, позволяют улучшить управление производством за счет иностранного управленческого опыта, а также облегчают выход произведенной продукции на мировые рынки. Наконец, прямые иностранные инвестиции способствуют усилению конкуренции на внутреннем рынке страны, что, в конечном счете, заставляет национальных производителей работать с большей эффективностью (рис. 5).

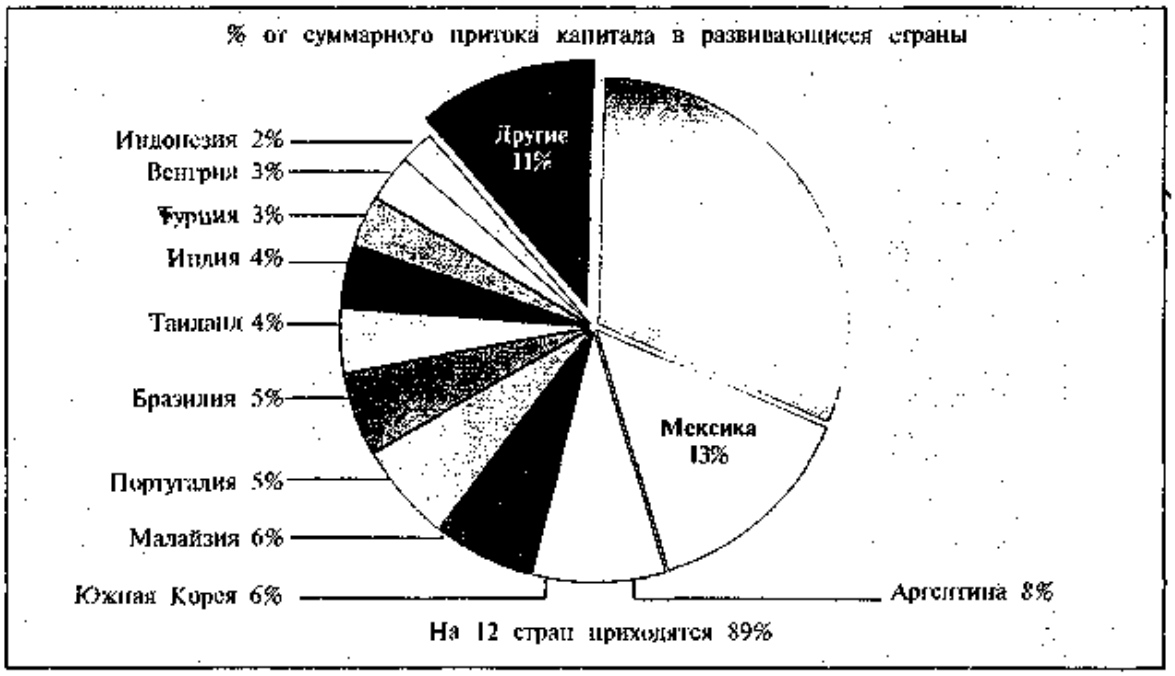


Рис. 5. **Развивающиеся страны, привлекающие наибольшие объемы частного иностранного капитала**

С другой стороны, «открытость» экономики международным потокам капиталов может быть чревата усилением финансовой и экономической нестабильности в стране. В условиях открытой экономики частные инвесторы (как иностранные, так и национальные) могут относительно быстро перевести свои капиталы за рубеж, как только почувствуют или только заподозрят угрозу стабильности и экономическому росту в данной стране. В этом отношении портфельные инвестиции гораздо опаснее, чем прямые, поскольку инвесторы, владеющие лишь небольшой долей ценных бумаг той или иной компании и не имеющие возможности влиять на управление этой компаний, скорее всего, захотят избавиться от них при первых же признаках неблагополучия. Азиатский финансовый кризис 1998 г. многие эксперты считают прямым результатом чрезмерной международной мобильности капиталов.

Притоку частного капитала в страны с переходной экономикой, расположенные в Европе и в Средней Азии, препятствует сохраняющаяся там неопределенность в отношении защиты прав частных собственников, часто меняющиеся условия налогообложения и государственного регулирования внешней торговли, нестабильность цен и многие другие негативные аспекты инвестиционного климата. Поэтому иностранные инвестиции в эту группу стран составили за 1990-1995 гг. всего 13% от всего потока частных инвестиций в страны с низким и средним доходом. К тому же распределение этих инвестиций между отдельными странами было весьма неравномерным. Примерно три четверти из них приходится на страны, которые, как считается, лидируют в проведении рыночных реформ, – Чехию, Венгрию и Польшу. Распределение прямых иностранных инвестиций между отдельными странами с переходной экономикой показано в табл. 11.

Таблица 11

Суммарный приток иностранных инвестиций в отдельные страны с переходной экономикой, 1989-1995 гг.

млн. долл. США

Армения	Киргизия	Беларусь	Албания	Латвия	Вьетнам	Болгария	Словения	Словакия
10	25	52	186	323	351	397	438	483
Эстония	Казахстан	Украина	Румыния	Россия	Чехия	Польша	Венгрия	Китай
646	719	950	1 101	3 900	3 996	6 459	10 634	121 704

В то время как отдельным странам удается смягчать трудности переходного периода за счет притока иностранных инвестиций, из России и ряда других стран с переходной экономикой происходит значительный (преимущественно нелегальный) отток капиталов за рубеж. Если бы все «беглые» капиталы были включены в официальную статистику, то показатель чистого притока иностранных инвестиций в эти страны стал бы отрицательным. Суммарная утечка капитала из России за пять лет, с 1993 по 1997 гг., составила, по некоторым оценкам, более 110 млрд. долл. «Бегство капиталов» из России наносит огромный ущерб ее экономическому развитию. Эта проблема заставляет понять важность создания в стране благоприятного инвестиционного климата не только для привлечения иностранных инвесторов, но и в первую очередь для предотвращения утечки собственных инвестиционных ресурсов.

Небезразлична для экономического развития страны и структура поступающих в нее иностранных инвестиций, прежде всего, соотношение между прямыми и портфельными инвестициями. Табл.12 демонстрирует характерное для России преобладание иностранных портфельных инвестиций, в том числе начиная с 1997 г. в государственные ценные бумаги (государственные краткосрочные обязательства, облигации федерального займа, евробонды), над прямыми иностранными инвестициями, например, в форме открытия отделений иностранных предприятий или взносов в капитал совместных предприятий. В результате иностранные инвестиции в российскую экономику не оказали ожидавшегося от них положительного влияния на технический уровень производства и качество управления предприятиями. Напротив, они усилили финансовую зависимость России от иностранных кредиторов. Совокупный внешний долг России, включая 80-миллиардный долг, унаследованный от СССР, достиг к началу 1998 г. 140 млрд. долл. США, т. е. около 30% от ВВП России.

Таблица 12

Чистые иностранные инвестиции в Россию, 1989-1995 гг.

	1994 г.	1995 г.	1996 г.	1997 г.	1998 г.
Прямые инвестиции	538	1 658	1 708	3 640	1 156
Портфельные инвестиции	36	-2 408	8 757	45 433	7 779

* знак (-) означает превышение оттока капитала над его притоком.

Источник: Центральный банк России.

Среди стран, инвестирующих в российскую экономику, к 1997 г. лидировали США, Великобритания, Германия, Швейцария и Нидерланды. На их долю приходилось более трех четвертей общего объема накопленных иностранных инвестиций в России. При этом наиболее привлекательными для иностранных инвесторов сферами российской экономики были финансы и топливная промышленность (48% всех иностранных инвестиций), а также торговля и общественное питание (около 20% всех иностранных инвестиций). Гораздо меньше средств вкладывалось в такие отрасли, как машиностроение и металлообработка, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная промышленность, цветная металлургия, химическая и нефтехимическая промышленность, связь (всего около 16% всех иностранных инвестиций). Такой состав иностранных инвестиций не способствовал прогрессивной перестройке структуры российской экономики в пользу отраслей обрабатывающей промышленности, прежде всего, технически передовых, наукоемких отраслей.

Краткие выводы:

Межгосударственные кредиты предоставляются за счет средств государственного бюджета и в рамках помощи. Основной объем международного движения ссудного капитала приходится на развитые страны, которые являются главными кредиторами и заемщиками. Доля развивающихся стран достигает 15-17% в общем объеме межгосударственных кредитов, в которых более половины занимают кредиты, предоставляемые по линии международных организаций.

Современные международные отношения очень нестабильны, ситуации, возникающие на валютных рынках отличаются большим риском и неопределенностью для участников валютных сделок. Все это заставляет многие страны участвовать в координации экономической политики в этой области. Эту координацию на практике осуществляют такие органы, как Международный валютный фонд, Международный банк реконструкции и развития. Международный валютный фонд (МВФ) – международная организация, предназначенная для регулирования валютно-кредитных отношений между государствами-членами и оказания им финансовой помощи при валютных затруднениях, вызываемых дефицитом платежного баланса, путем предоставления кратко- и среднесрочных кредитов в иностранной валюте. Фонд имеет статус специализированного учреждения ООН. Кредиты МВФ делятся на несколько видов: кредиты, предоставляемые в пределах резервной позиции страны в МВФ, и кредиты, предоставляемые сверх резервной доли. Банк международных расчетов – межгосударственный банк осуществляет межгосударственное регулирование валютно-кредитных отношений и организует коллективную валютную интервенцию центральных банков с целью поддержания курса ведущих валют. Международный валютный фонд и Международный банк реконструкции и развития являются ядром Всемирного банка. Международный банк реконструкции и развития (МБРР) – специализированное учреждение ООН, межгосударственный институт, учрежденный одновременно с МВФ в соответствии с решениями международной валютно-финансовой конференции в Бреттон-Вудсе. Официальной целью его деятельности является содействие странам-членам в разви-

тии их экономики посредством предоставления долгосрочных займов и кредитов, гарантированная частных инвестиций. Международная финансовая корпорация предоставляет кредиты высокорентабельным частным предприятиям. Кредиты предоставляются на срок до 15 лет. Европейский банк реконструкции и развития кредитует проекты в пределах 15-150 млн. долл. Основным источником иностранного финансирования для развивающихся стран была так называемая официальная помощь на цели развития, предоставляемая им правительствами развитых стран в форме финансирования отдельных строительных проектов, продовольственной и технической помощи. Государства-доноры решают одновременно две задачи: содействие развитию менее развитых стран и экономическая поддержка собственных производителей или определенной группы производителей.

Развивающиеся страны, являющиеся наиболее привлекательными для иностранных инвесторов, отличаются от прочих более благоприятными условиями для инвесторов.

Контрольные вопросы:

1. Опишите цели и принципы деятельности ведущих международных финансовых организаций. Какова роль международных финансовых организаций на мировых финансовых рынках?
2. Сотрудничество с какими международными финансовыми организациями вы считаете наиболее перспективным для России и Узбекистана? На каких принципах оно должно строиться?
3. Какие меры государственного регулирования финансовых рынков могут применяться? В чем заключается международное регулирование финансовых рынков? На какие операции они направлены?
4. Какие цели преследуют правительства, предоставляющие помощь развивающимся странам?
5. Какие задачи решают государства-доноры?
6. Какие задачи решают прямые иностранные инвестиции и какое воздействие они оказывают на национальных производителей?
7. Что препятствует притоку частного капитала в страны с переходной экономикой, расположенные в Европе и Средней Азии?

Литература:

1. *Анулова Г.Н.* Международные валютно-финансовые организации и развивающиеся страны. М.: Наука, 1988.

2. *Мишкин Ф.* Экономическая теория денег, финансовых рынков и институтов. М., 1999.

3. *Котелкин С. В.* Международная финансовая система. М.: Экономисть, 2004. Глава 10. Международные частные финансовые институты; Глава 11. Международные портфельные инвестиции; Глава 12. Международные публичные финансовые институты.

4. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты/ Под ред. В.С. Торкановский. СПб.: АО Комплект, 2001. Глава 14. Международные рынки финансов и ценных бумаг.

5. *Суэтин А. А.* Международный финансовый рынок: Учебное пособие. М.: КНОРУС, 2004.

Глава 7. ЧАСТНЫЕ ПОТОКИ КАПИТАЛОВ В ПЕРЕХОДНЫХ ЭКОНОМИКАХ

7.1. Европейский финансовый рынок

Четкой позиции относительно того, когда возник рынок евробумаг, не существует. Известно, что в 40–50-х годах ряд эмитентов осуществлял выпуск еврооблигаций в долларах США, размещая их в Европе. В качестве примера можно привести размещение подобных займов в Нидерландах компанией Philips.

Однако, согласно наиболее распространенной точке зрения, дебютный выпуск еврооблигаций был осуществлен итальянской компанией по строительству автодорог Concessione e Construzioni Autostrade в июле 1963 года. Всего было выпущено 60.000 облигаций номиналом $250. По каждой облигации ежегодно 15 июля выплачивался фиксированный процентный доход в размере 5,5%. Генеральным управляющим (lead-manager) займа стал английский торговый банк (merchant bank) S.G.Warburg & Co., соуправляющими (co-managers) – Banque de Bruxelles S.A., Deutsche Bank A.G., Rotterdamsche Bank N.V. Листинг был получен на Лондонской фондовой бирже. Наиболее бурное его развитие наблюдалось в конце 60-х – начале 70-х годов и выражало реакцию участников финансовых рынков на законодательные ограничения, введенные в 1963 году правительством США на вывоз капитала и привлечение иностранными эмитентами средств на американском фондовом рынке, а также ужесточение налогового режима для инвесторов по доходам, полученным от зарубежных облигаций типа Yankee Bonds. Все это послужило непосредственным толчком к перемещению финансовых операций с американского фондового рынка на европейский.

Безусловно, развитию рынка еврооблигаций способствовали и другие факторы, в частности, мягкая система регулирования выпуска и обращения еврооблигаций, возможность страхования от валютных рисков, стремление инвесторов к приобретению высококачественных ценных бумаг, низкие процентные ставки по ним.

За период 1946-1963 гг. иностранные заемщики разместили в США облигации в долларах США на сумму 14 млрд. долларов. Несмотря на сложности, связанные с организацией этих выпусков в Комиссии по ценным бумагам и биржам США (Securities and Exchange Commission), иностранные заемщики охотно шли на это, поскольку процентные ставки в США были ниже, чем в Европе. Чтобы приостановить утечку капитала за рубеж, 18 июня 1963 года США ввели специальный уравнительный налог на прибыль (Interest Equalizatio Tax), который закрыл американский рынок для иностранных инвесторов, поскольку увеличил

стоимость кредита на 1%. В 1967 году налог был увеличен до 1,5% и отменен лишь в 1974 году.

Но при этом потребность в доступе к источнику капитала осталась, и в итоге она была удовлетворена за счет выпуска именно еврооблигаций. Первые выпуски были ориентированы на богатых частных инвесторов на континенте и швейцарские банки. Существует расхожая точка зрения, что первыми инвесторами еврооблигаций были бельгийские дантисты, стремившиеся путем покупки этих еврооблигаций избежать уплаты налогов, а также диктаторы различных мастей. В настоящее время понятие «бельгийские дантисты» стало нарицательным, под ним понимают богатых индивидуумов – инвесторов еврооблигаций. Второй толчок к развитию рынка еврооблигаций дала война во Вьетнаме и вызванные ею ограничения. В феврале 1965 года президент Л. Джонсон объявил о программе добровольных ограничений на вывоз капитала (Voluntary Restraint Program). Дочерние компании американских ТНК поощрялись к мобилизации средств на европейских рынках. В январе 1968 года кабинет Джонсона ввел прямые ограничения на инвестиции за пределы США.

С этого момента начинается период бурного роста рынка еврооблигаций и появления необходимой инфраструктуры. В 1968 году американский банк Morgan Guaranty создает клиринговый центр по торговле еврооблигациями Euroclear, в 1970 году возникает его основной конкурент Cedel. В 1969 году крупнейшие операторы на рынке еврооблигаций образуют собственную саморегулируемую организацию – Ассоциацию международных облигационных дилеров (Association of International Bond Dealers). В 90-х она была переименована в Ассоциацию участников международных фондовых рынков (ISMA – International Securities Markets Association). Упразднение ограничений на вывоз капитала в 70-е годы уже никак не отразилось на рынке еврооблигаций, он продолжал развиваться ускоренными темпами. Очередной толчок его развитию дал мировой долговой кризис начала 80-х годов. Отказ правительства Мексики (август 1982 г.), а вслед за ним Бразилии, Аргентины и ряда других стран выполнять условия международных займов привел к мировому долговому кризису, который был преодолен частично за счет крупных потерь кредиторов, частично за счет переоформления задолженности в ценные бумаги (секьюритизация долгов). Синдицированный заем как метод привлечения финансовых ресурсов на международном рынке с тех пор потерял значение, и его место занял выпуск еврооблигаций. В середине 1990-х годов на еврооблигации приходилось около 2/3 ссудных капиталов, полученных на международных рынках. Рынок евробумаг (euromarket), вообще говоря, понятие условное. Большинство сделок проводится на нем через финансовые центры Лондона (на него приходится около

трех четвертей вторичного рынка еврооблигаций), Гонконга, Сингапура, ряда стран Карибского бассейна, а также, в меньшей степени, Нью-Йорка и Токио. Чтобы дать представление о возможностях этого рынка, достаточно сказать, что объем сделок на нем со всеми видами долговых обязательств превышает 1,2 трлн. $ в квартал – это на порядок выше, чем на рынке любой страны. Иными словами, здесь можно найти деньги под самый дорогой проект. Неудивительно поэтому, что 95% всех синдицированных кредитов предоставлено именно через еврорынок. И низкий уровень ставок как раз и является следствием огромного роста операций и участников. Своим развитием еврорынок обязан, в конечном счете, тому, что практически во всех странах существуют ограничения на операции на финансовом рынке, причем не только на уровень процентных ставок. Скажем, в 1957 году в США были ограничены иностранные инвестиции. А в Великобритании некоторое время существовал запрет на использование кредитов в фунтах стерлингов для финансирования торговли между другими странами. Чтобы обойти неудобные законы, финансисты и выходят на еврорынок. К тому же часто это – единственный способ снизить страновые риски. В период гиперинфляции после второй мировой войны, например, немецкие финансовые институты вели сделки чуть ли не исключительно в долларах и фунтах стерлингов.

Изначально рынок евробумаг был рынком нерегулируемым. Необходимость выработки правил игры привела к созданию ISMA и связанной с ней группы Международной ассоциации первичных дилеров (International Primary Market Association). В начале 90-х годов в ISMA насчитывалось 866 членов, в том числе 166 из Великобритании, 138 – из Швейцарии, 57 – из Германии, 60 – из Люксембурга. Штаб-квартира ISMA находится в Швейцарии, однако большая часть работы проводится в Лондоне, где расположен секретариат. ISMA предоставляет всем заинтересованным лицам информацию по рынкам евробумаг, а также проводит образовательные семинары с выдачей дипломов для работы на международных фондовых рынках.

Поскольку основным центром торговли еврооблигациями был и остается Лондон, деятельность ISMA в основном осуществляется в Сити. Согласно законодательству Великобритании, ISMA, с одной стороны, имеет статус специальной биржи, а с другой – признается Советом по ценным бумагам и фьючерсам (SFA) международной саморегулируемой организацией, в ведении которой находится рынок евробумаг. Профессиональные участники рынка евробумаг, действующие в Лондоне, обязаны соответствовать всем требованиям регулирующих органов этой страны, в первую очередь Управления по ценным бумагам и инвестициям SIB – Securities and Investment Board и Совета по ценным бумагам и фьючерсам SFA – Securities and Futures Authority.

7.2. Система банковского займа

Большая часть международных облигаций (80%) – это иностранные облигации. Их эмитируют, например, корпорации США в долларах, продавая вне США, а правительство Великобритании – корейским, германским инвесторам, оперирующим на лондонском рынке. Андеррайтинг таких эмиссий осуществляется инвестиционным банком (синдикатом).

Еврооблигации эмитируют с фиксированным процентом (около 72% оборота), плавающей ставкой (13%), связанными с акциями (15%).

По устоявшейся терминологии, облигации, размещаемые на зарубежных рынках, именуются международными – ***international bonds***.

В свою очередь, международные облигации делятся на еврооблигации – ***eurobonds*** и зарубежные облигации – ***foreigh bonds***.

Еврооблигации – ценные бумаги, выпущенные в валюте, являющейся иностранной для эмитента (как правило), размещаемые с помощью международного синдиката андеррайтеров среди зарубежных инвесторов, для которых данная валюта также, как правило, является иностранной.

Приставка «евро» в настоящее время – дань традиции, поскольку первые еврооблигации появились в Европе, и торговля ими осуществляется в основном там же.

Разновидностью еврооблигаций являются облигации «драгон» – ***dragon bonds*** – евродолларовые облигации, размещенные на азиатском (в первую очередь, японском) рынке и имеющие листинг на какой-либо азиатской бирже, обычно в Сингапуре или Гонконге.

Зарубежные облигации – выпущенные и размещаемые эмитентом в каком-либо иностранном государстве в валюте данной страны с помощью синдиката андеррайтеров из данной страны в валюте стран размещения займов (так называемые облигации «янки» – ***yankee bonds*** в США; «самурай» – ***samurai bonds***, «шибосай» – ***shibosai bonds***, «даймио» – ***daimyo bonds***, «шагун» – ***shogun bonds*** в Японии; «бульдог» – ***bulldog bonds*** в Англии; «Рембрандт» – ***Rembrandt bonds*** в Голландии; «матадор» – ***matador bonds*** в Испании; «кенгуру» – ***kangaroo bonds*** в Австралии.

Чем отличаются зарубежные облигации от обыкновенных «внутренних»? Как правило, отличия касаются режима налогообложения, методики размещения, объема предоставления информации. Могут существовать ограничения для потенциальных покупателей.

К числу международных облигаций относятся так называемые глобальные облигации – ***global bonds*** (облигации, размещаемые одновременно на рынке еврооблигаций и на одном или нескольких национальных рынках) и параллельные облигации – ***parallel bonds*** (облигации

одного выпуска, размещаемые одновременно в нескольких странах в валюте этих стран).

Термин «международные облигации» употребляется в широком и узком значениях. В широком значении в это понятие входят все основные долговые инструменты, размещаемые на зарубежных рынках, то есть это долгосрочные долговые инструменты или собственно облигации (***bonds***) и среднесрочные долговые инструменты (***notes***). Краткосрочные инструменты – депозитные сертификаты и коммерческие бумаги – в это понятие не входят. В узком значении под международными облигациями понимают именно долгосрочные инструменты – bonds (табл. 13).

Таблица 13

Структура международных облигационных займов, млрд. долларов США

	Брутто-эмиссия				Нетто-эмиссия			
	1991	1992	1993	1994	1991	1992	1993	1994
Всего	18	44	81	72	71	19	84	54
Классические	56	77	73	62	42	15	94	21
С плавающей процентной ставкой	9	3	7	7	3	4	5	1
Конвертируемые	2	4	0	3	5	20	55	58

Следует иметь в виду достаточную условность различий между средне- и долгосрочными облигациями. Последние зачастую ничем не отличаются от первых даже по срокам. Отличие нередко лишь в названии, а также в плавающих процентных ставках (***floating rate***), в то время, как облигации в настоящее время – инструменты с фиксированной процентной ставкой (опять же, возможны исключения).

Долгосрочные, среднесрочные и краткосрочные долговые обязательства, а также акции, размещаемые на международных рынках, формируют понятие ***евробумаги***.

7.3. Евробонд

Общее количество обращающихся на рынке евробумаг (включая краткосрочные) превышало в 1995 г. 40000, а ежедневный оборот торговли превышал 21 млрд. долларов.

Типичная еврооблигация – предъявительская ценная бумага в форме сертификата с фиксированной процентной ставкой, по которой доход

выплачивается один раз путем предъявления купонов к оплате. Погашение производится также в конце срока единовременным платежом или в течение определенного срока из фонда погашения. Вместе с тем, из всех рынков ценных бумаг рынок еврооблигаций выделяется наибольшим разнообразием инструментов. Здесь можно встретить самые различные по своей конструкции ценные бумаги, порой весьма экзотические.

Различия по способу выплаты дохода:

• Облигации с фиксированной процентной ставкой – ***Fixed Rate Bond.***

• Облигации с нулевым купоном – ***Zero Coupon Bond.***

Capital Growth Bond. Цена размещения равна номиналу, а погашение производится по более высокой цене. Например, в 1985 году Deutsche Bank Finance N.V. выпустил облигации, которые были погашены в 1985 году по цене, равной 287% от лицевой стоимости.

Deep Discount Bond. Облигации с глубоким дисконтом, то есть продающиеся по цене, значительно более низкой, чем цена погашения. Например, в январе 1997 года Всемирный банк разместил облигации с нулевым купоном в итальянских лирах с погашением в феврале 2007 года по цене 51,70% к номиналу, что дает доходность в 6,820% годовых.

• Облигации с плавающей процентной ставкой – ***Floating Rate Note*** (FRN's).

Эти инструменты представляют собой средне- и долгосрочные облигации с изменяющейся процентной ставкой, которая периодически корректируется. Процентная ставка объявляется в начале купонного периода, как правило, это квартал. Процентная ставка обычно фиксируется в виде надбавки или спрэд к ставке LIBOR. Иногда в качестве базы берется доходность по казначейским векселям (Treasure bills) США. Процентный доход выплачивается в конце каждого процентного периода. Как правило, это среднесрочные инструменты, однако известен случай размещения облигаций (нот) на 40 лет (облигации с плавающей процентной ставкой правительства Швеции 1984 года с погашением в 2024 году). Существуют также «вечные» облигации английского банка National Westminster Bank (NatWest's FRN's never mature). Например, в 1996 году Китай осуществил выпуск столетней облигации. Подобные облигации также собираются выпустить Малайзия, Таиланд, Южная Корея.

Различия по способу погашения:

• ***Bond with Call Option*** – облигации с опционом на покупку.

Эмитент имеет право досрочного погашения облигации в заранее установленные моменты времени.

• ***Bond with Put Option*** – облигации с опционом на продажу.

Инвестор вправе досрочно предъявить облигации к погашению в заранее установленные промежутки времени.

• ***Restractable Bond (Bond with Put and Call Option)*** – облигации с опционами на продажу и на покупку.

Облигация, имеющая черты двух приведенных выше, то есть облигация с правом досрочного погашения, предоставляемым как эмитенту, так и инвестору.

• ***Bullet Bond*** – облигации без права досрочного отзыва эмитентом, погашаемая полностью в момент истечения срока действия.

• ***Sinking Fund Bond*** – облигация с фондом погашения.

Эмитент делает регулярные отчисления на специальный счет для погашения своего долга. На рынке еврооблигаций практикуется погашение путем покупки эмитентом облигаций на открытом рынке или погашение по жребию определенных серий.

Различия в валюте займов:

Вплоть до начала 80-х годов примерно 80% эмиссий проводилось в долларах США. В настоящее время доллар США остается важнейшей валютой международных облигаций, однако его доля сократилась до 1/3, еще треть приходится на займы в иенах, марках и фунтах стерлингов, оставшаяся часть – в основном на ЭКЮ, французские франки, канадские и австралийские доллары, итальянские лиры и другие валюты.

По большинству еврооблигаций проценты выплачиваются раз в год. Редко встречаются еврооблигации с выплатой процентов два раза в год. Ежеквартальная выплата характерна лишь для среднесрочных облигаций с плавающей процентной ставкой – ***FRN***.

Процент выплачивается путем отделения купонов и их пересылки банку – ***платежному агенту***. Обычно акции хранятся в депозитарии, который и берет на себя функции по инкассации купонов для их владельцев.

На рынке еврооблигаций широко распространены конвертируемые облигации (***convertible bonds***) и облигации с варрантом (***warrant bonds***). Они дают право конверсии облигации в акции эмитента. Самые крупные эмитенты конвертируемых облигаций – японские корпорации, выпускающие облигации в долларах с конвертацией в акции в иенах. Облигации без конверсионных привилегий носят название «обычных» – ***straight bonds***.

Из общей суммы международных эмиссий в 1993 году 481 млрд. долларов 373 млрд (почти 80%) пришлось на обыкновенные облигации, 22 млрд. – на конвертируемые облигации и 67 млрд. – на облигации с плавающей процентной ставкой. Последние пользовались особой популярностью в первой половине 80-х годов в период высоких темпов инфляции и колебания процентных ставок. Примерно те же пропорции сохранялись и в 1996-1997 гг.

Особенности налогообложения:

По еврооблигациям проценты выплачиваются без вычета налогов

на проценты и дивиденды (***withholding tax***). Налог (уже как чисто подоходный налог) платится инвесторами по законодательству своей страны. Однако механизм выплаты доходов по еврооблигациям таков, что позволяет физическим лицам достаточно просто уходить от налогообложения.

Если же местное законодательство предусматривает удержание налога на проценты, который платит заемщик, последний обязан довести величину процентных платежей до уровня, обеспечивающего инвестору процентный доход, равный номинальному купону.

Объем рынка и стоимость заимствования

Общий объем долгосрочного ссудного капитала, привлекаемого из-за рубежа, составлял в начале 90-х годов 450-650 млрд. долларов в год, в 1994 и в 1995 годах, соответственно, 865 и 975 млрд. долларов. За пятилетие объем заимствований на внешнем рынке увеличился более чем вдвое!

В 90-е годы в целом мире на долю международных облигационных займов (или международных облигаций) приходится примерно 70-75% всех привлекаемых извне ссудных капиталов (остальные 25-30% — кредиты банков). Причем особую роль играет рынок еврооблигаций — более 60% всех привлеченных ресурсов или свыше 80% всех международных займов, оформленных долговыми ценными бумагами.

При совокупном объеме задолженности по долговым ценным бумагам, размещенным на мировых рынках, в размере 2454 млрд. долларов (1994 г.) на долю долгосрочных инструментов (облигаций) приходилось 2048 млрд., среднесрочных (***Euro-medium-term-notes***) 292 млрд. и краткосрочных — 114 млрд.

Одно из отличий еврооблигаций от еврокредитов заключается в том, что покупатели облигаций не могут вмешиваться в дела эмитента. При заключении сделок еврокредитного займа заемщик может взять на себя обязательство поддерживать тот или иной норматив, например, коэффициент «собственный капитал / активы», при этом, если он нарушит этот норматив, заемщик, даже при своевременной выплате процентов, оказывается в положении невыполнения условий кредитного соглашения (***technical default***). При выпуске еврооблигаций инвесторы не могут вмешиваться в дела эмитента. Невыполнение условий соглашения по еврооблигационному займу возникает только в случае невыплаты эмитентом процентов или непогашения основной суммы долга.

Особенно быстрый рост рынка международных облигаций происходил в 80-е годы. Если еще в середине 70-х годов объем эмиссий составлял 5 млрд. долларов в год, то уже в первой половине 80-х он

перевалил за 100-миллиардную отметку, к концу 80-х превысил 200 млрд. долларов, а к середине 90-х приблизился к 500 млрд. долларов (брутто).

Стоимость заимствования на внешнем рынке зависит от общего состояния мировой экономики и рынков капитала в ведущих финансовых центрах мира, прежде всего, США, а также рейтинга эмитента. В январе – марте 1997 года купонная ставка по среднесрочным (3-5 лет) облигациям первоклассных заемщиков, имеющих наивысший рейтинг, составляла 6,25-6,35%, а доходность (с учетом того, что облигации редко размещаются по номиналу) 6,3-6,4%. В тот же период доходность по государственным облигациям США с теми же сроками погашения составляла 6,00-6,26% годовых. Чем ниже рейтинг, тем выше процентная ставка и ее доходность.

С позиции заемщика следует учитывать также расходы, которые он несет при эмиссии и размещении своих долговых обязательств, основным из которых является вознаграждение профессиональным участникам рынка (менеджерам займа, агентам по размещению и т.п.). Его величина опять-таки зависит от рейтинга эмитента и колеблется от 0,2 до 2,5% от стоимости размещаемых ценных бумаг. В последние же годы в связи с усилением конкуренции на рынке наблюдается снижение стоимости вознаграждения, которое уже редко превышает 1%.

Кроме того, сюда следует добавить расходы по рейтинговому агентству и плату за листинг на фондовой бирже.

Участники рынка облигаций. Кредитный рейтинг

Еврооблигации выпускаются крупными, в основном транснациональными корпорациями, международными организациями (например, Всемирным банком) и государственными органами для продажи инвесторам во всем мире. При выпуске облигаций правительственными агентами или местными органами власти обычно требуются правительственные гарантии.

От половины до двух третей всех еврооблигационных займов приходится на корпорации, оставшаяся часть – примерно поровну на правительства, правительственные органы и международные организации.

Среди эмитентов – муниципальных органов власти наибольшую активность на рынке еврооблигаций проявляют правительства германских земель, провинций Канады и штатов Австралии. Из последних примеров выхода муниципальных органов власти на рынок еврооблигаций – выпуск среднесрочных облигаций городом Нью-Йорк в январе 1997 года на сумму 300 млн. долларов.

В 90-е годы на рынок еврооблигаций вышли правительства ряда восточноевропейских стран. России удалось впервые разместить собственные еврооблигации (не считая еврооблигаций Внешэкономбанка СССР) в ноябре 1996 года.

Обычно эмитенты, выходящие на рынок еврооблигаций, имеют высокий рейтинг. Корпорации с высшим рейтингом (Triple A) имеют возможность выйти на рынок евродолларовых облигаций, установив процентную ставку на уровне, превышающем ставки по облигациям правительства США лишь на 25-55 базисных пунктов. В то же время известны случаи размещения займов эмитентами из Южной Америки (Бразилии) на 600 базисных пунктов выше процентной ставки по федеральным облигациям США, т.е. высокий кредитный рейтинг не является абсолютно обязательным условием размещения займа. Более высокий рейтинг просто позволяет удешевить заем, установив более низкую процентную ставку (табл. 14).

Таблица 14

Зависимость доходности еврооблигаций от рейтинга страны

Страна	Рейтинг Standart & Poor's	Доходность годовых, %
Франция	AA+	5,97
Испания	AA	6,97
Италия	AA	7,15
Польша	BBB-	6,83
Колумбия	BBB-	7,23
ЮАР	BB+	7,61
Венгрия	BB+	8,12
Чехия	BB+	8,21
Перу	BB	9,89
Мексика	BB	10,62
Россия	BB-	
Аргентина	BB-	10,85
Турция	B+	8,59
Пакистан	B+	8,75
Бразилия	B	10,23

Основными операторами на рынке еврооблигаций выступают крупнейшие банки и компании по ценным бумагам.

Изначально рынок еврооблигаций был рынком нерегулируемым. Необходимость выработки правил игры привела к созданию ISMA и связанной с ней группы Международной ассоциации первичных ди-

леров (International Primary Market Association). В начале 90-х годов в ISMA насчитывалось 866 членов, в том числе 166 из Великобритании, 138 – из Швейцарии, 57 – из Германии, 60 – из Люксембурга. Штаб-квартира ISMA находится в Швейцарии, однако большая часть работы проводится в Лондоне, где расположен секретариат.

ISMA предоставляет всем заинтересованным лицам информацию по рынкам евробумаг, а также проводит образовательные семинары с выдачей дипломов для работы на международных фондовых рынках.

Поскольку основным центром торговли еврооблигациями был и остается Лондон, деятельность ISMA в основном осуществляется в Сити. Согласно законодательству Великобритании, ISMA, с одной стороны, имеет статус специальной биржи, а с другой, признается Советом по ценным бумагам и фьючерсам (SFA) международной саморегулируемой организацией, в ведении которой находится рынок евробумаг.

Профессиональные участники рынка евробумаг, действующие в Лондоне, обязаны соответствовать всем требованиям регулирующих органов этой страны, в первую очередь Управления по ценным бумагам и инвестициям SIB – Securities and Investment Board и Совета по ценным бумагам и фьючерсам SFA – Securities and Futures Authority.

Для выхода на рынок самое главное – получить рейтинг. Основными рейтинговыми агентствами, чей результат является общепризнанным для кредиторов, являются ***Moody's, Standart & Poor's*** и ***The Fitch IBCA***. Рассмотрим процесс кредитования Moody's.

По сути, рейтинг представляет собой мнение о способности и юридической обязанности эмитента производить своевременные выплаты по основной части и процентам по ценным бумагам долгового характера.

В эту группу финансовых инструментов входят облигации, некоммерческие бумаги (необеспеченные ценные бумаги) и привилегированные акции. Предназначение рейтинга – ранжировать в рамках единой последовательной системы относительные уровни риска долговых обязательств и их эмитентов.

Таким образом, речь идет об анализе возможности эмитента получать достаточные доходы в будущем. Принимая во внимание, что срок жизни долгосрочных облигаций составляет более 15 лет, можно получить представление об уровне и специфике подобного анализа.

Процесс рейтингования проходит шесть последовательных стадий:

1. Анализ.
2. Предварительная встреча.

3. Встреча с руководством.
4. Принятие рейтингового решения.
5. Сообщение рейтинга.
6. Мониторинг рейтинга.

По форме рейтинг представляет собой рейтинг, содержащий от одного до трех внутренних символов. Для различных типов финансовых инструментов существует своя система обозначения. Специалистам в области финансов хорошо известна система рейтингования долгосрочных облигаций. Символы Ааа (ценные бумаги минимального риска) и С (наиболее рискованные облигации) стали синонимичны выражению «от А до Я» в мире финансов (табл. 15).

Таблица 15

Рейтинги Standart & Poor's и Moody's

Standart & Poor's	Характеристика эмитента	Обладатель	Доходность	Moody's
AAA+	Возможности эмитента по выплате долга и процентов чрезвычайно высоки (облигации наивысшего качества)	Швеция	T+(1-1.5%)	Aaa1
AAA		Австралия, Голландия		Aaa2
AAA–		–		Aaa3
AA+	Возможности эмитента по выплате долга и процентов достаточно велики (облигации высокого качества)	Франция	T+(1.5-2%)	Aa1
AA		Испания		Aa2
AA–		Финляндия		Aa3
A+	Возможности эмитента по выплате долга достаточно велики, но зависят от внутриэкономической ситуации (облигации в верхней группе среднего качества)	Мальта, Малайзия	T+(2-2.5%)	A1
A		Чехия, Гонконг		A2
A–		Чили, Израиль		A3
BBB+	Возможности эмитентов по выплате долга и процентов зависят от внутриэкономической ситуации на данный момент (облигации среднего качества на границе между надежными бумагами и бумагами со спекулятивным уклоном)	–	T+(2.5-3%)	Baa1
BBB		Китай, Индонезия		Baa2
BBB-		Польша, Колумбия		Baa3
BB+	Нестабильность внутриэкономической ситуации может повлиять на платежеспособность эмитента (облигации в низкой группе среднего качества, имеющие риск неплатежа)	ЮАР, Индия	T+(3-3.5%)	Ba1
BB				Ba2
BB–		Мексика		Ba3
		Аргентина		
B+	Ограниченная платежеспособность эмитента, соответствующая текущему объему выпущенных обязательств	Турция, Пакистан	T+(1-4.5%)	B1
B				B2
B–		Бразилия		B3
		–		

CCC+	Некоторая защита интересов инвесторов присутствует, но риски и нестабильность высоки	–	–	Caa1
		–		Caa2
CCC		–		Caa3
CCC–		–		
CC+	Платежеспособность эмитента сильно зависит от внутриэкономической ситуации	–	–	Ca1
CC		–		Ca2
CC–		–		Ca3
C+	Платежеспособность эмитента полностью зависит от внутриэкономической ситуации	–	–	C1
C		–		C2
C–		–		C3
D	Долги просрочены	–	–	

Рейтинги по уровню риска подразделяются на два разряда — инвестиционные и спекулятивные. Правительства некоторых стран используют градацию рейтингов в процессе регуляции финансового рынка. В частности, в США предприятиям, привлекающим средства частных лиц, запрещено инвестировать в ценные бумаги спекулятивного разряда.

В настоящее время в мире насчитывается несколько кредитных агентств, заслуживших большой авторитет среди инвесторов ASPAC Australian Ratings:

1. Canadian Bond Rating Service
2. Dominion Bond Rating Service Limited (DBRS Ltd.)
3. Duff & Phelps Credit Rating Company
4. Объединившиеся The Fitch Investor's Service и IBCA Banking Analysis (стало The Fitch-IBCA)
5. Japan Bond Research Institute
6. Japan Credit Rating Agency Limited (JCR Ltd.)
7. McCarthy Crisanti & Maffei
8. Moody's Investor's Service
9. Nippon Investor Service
10. Standart & Poor's (S&P)

Методы эмиссии и типичная схема займа

Открытая подписка *(Public Issue, Offer for subscription)*. Открытая подписка среди неограниченного круга инвесторов осуществляется через синдикат андеррайтеров, называемых на рынке еврооблигаций менеджерами займа. Руководитель синдиката — так называемый ведущий менеджер, или топ-менеджер.

Размещение производится через широкую группу финансовых уч-

реждений многим инвесторам в различных странах мира. Такие выпуски почти всегда имеют листинг на бирже.

Сертификаты ценных бумаг изготавливаются в соответствии с правилами соответствующей биржи.

Частное размещение *(Private placement)*. Если заем нацелен на небольшую группу инвесторов, он может быть квалифицирован как частное размещение. В его осуществлении может принять участие всего один менеджер и один инвестор. Облигации, размещаемые небольшим числом банков и приобретаемые немногими, преимущественно институциональными инвесторами, обычно не имеют листинга на фондовой бирже.

Механизм подписки состоит в следующем: еврооблигации обычно размещаются путем подписки на них группы финансовых учреждений — менеджеров займа. Эмитент выбирает одного или нескольких ведущих менеджеров, которые носят название лид-менеджеров. Лид-менеджер подбирает менеджеров займа. Лид-менеджер от имени других менеджеров согласовывает условия выпуска с эмитентом и в случае необходимости помогает эмитенту в подготовке проспекта эмиссии.

Профессиональные участники рынка, выступающие в роли менеджеров, объединены в Международную Ассоциацию участников первичного рынка – International Primary Markets Association. Члены ассоциации разработали свод правил, касающихся технологии размещения ценных бумаг на международном рынке, а также стандартные формы документов (соглашения, заключаемые менеджерами между собой, между менеджерами и эмитентом, стандартные условия непреодолимой силы, форс-мажор и т.д.).

Если члены эмиссионного синдиката являются членами IPMA, по умолчанию предполагается, что они действуют в соответствии с правилами ассоциации.

В прошлом, помимо менеджеров займа, формировалась также группа **андеррайтеров** и группа продажи или агентов по размещению. В настоящий момент менеджеры обычно берут на себя функции и андеррайтеров, и агентов по размещению. Иными словами, сейчас менеджер — это и андеррайтер, и агент по размещению. Андеррайтинг, как правило, осуществляют на условиях, при которых, если один из членов синдиката оказывается не в состоянии выполнить свои обязательства, они принимаются остальными членами пропорционально их доле (joint and several basis).

Кроме указанных участников, в схеме организации еврооблигационного займа имеется также **основной платежный агент (principal paying agent) и попечитель или доверенное лицо (trustee).**

Платежный агент — банк, уполномоченный эмитентом выплачивать проценты владельцам облигаций и производить их погашение после получения денег от эмитента. Когда схема займа предполагает

наличие фискального агента, то это то же лицо, что и платежный агент.

Попечитель или доверенное лицо займа действует в интересах и от имени инвесторов при любых нарушениях условий займа эмитентом. Если схема займа предполагает наличие попечителя, обязательно назначается основной платежный агент, действующий от имени эмитента облигаций.

Тремя основными датами при традиционном размещении еврооблигаций являются: объявление о выпуске еврооблигаций, подписание окончательных условий (начало размещения) и день окончания размещения.

Примерно за две недели до объявления о выпуске лид-менеджер и заемщик встречаются для предварительного обсуждения условий выпуска (срок, величина купонной ставки, объем эмиссии, цена размещения). В традиционной схеме эти условия остаются предварительными до начала размещения. Назначаются фискальный агент и попечитель, а также, при получении листинга, и агент по листингу. Начинается подготовка различных документов, которые подписываются между членами синдиката и заемщиком, а также самими членами синдиката. Начинается также работа над проспектом эмиссии. Проспект содержит описание эмитента, а также предварительные условия эмиссии.

Лид-менеджер составляет список потенциальных членов синдиката, которые смогут выступить в качестве андеррайтеров или агентов по размещению. В день объявления о начале размещения появляется официальное извещение в прессе и рассылаются приглашения другим банкам принять участие в размещении. Потенциальным участникам дается примерно 7-10 дней на то, чтобы дать ответ. Потенциальным андеррайтерам и агентам по размещению рассылаются копия проспекта, график процедуры эмиссии и соответствующие документы, которые они обязаны подписать для того, чтобы принять участие в размещении. Если заемщик плохо известен, в этот период он принимает шаги по рекламе, так называемые «роуд-шоу» (road show) в ведущих мировых финансовых центрах мира, т.е. проводит кампанию по распространению информации о себе среди потенциальных инвесторов.

Тем временем лид-менеджер ведет книгу заявок синдиката, которая позволяет определить спрос на данные облигации. Когда становится ясна общая картина, лид-менеджер начинает предварительное распределение ценных бумаг между членами синдиката (по мере поступления договоров на участие в синдикате). Агенты по размещению имеют право вернуть обратно менеджеру непроданную часть облигаций, в то время как андеррайтеры обязаны купить все непроданные облигации по заранее оговоренной цене.

Менеджеры определяют окончательную цену размещения с эмитентом, причем, по условиям соглашения, ценовые условия могут подле-

жать или не подлежать согласованию с андеррайтером. Кроме того, менеджеры займа могут самостоятельно принимать решения о том, сколько облигаций выделить каждому конкретному андеррайтеру или агенту по размещению.

В конце периода подписки менеджеры и эмитент определяют окончательные ценовые условия. Как правило, андеррайтеры имеют в своем распоряжении один день, чтобы принять или не принять эти условия (если у них есть такое право по условиям соглашения). После этого облигации официально предлагаются к продаже. Эмитент и лид-менеджер подписывают соглашение. К этому времени синдикат фактически купил облигации у эмитента по фиксированной цене, но при этом эмитент не получит денег до наступления дня завершения размещения. Печатается окончательный проспект, и лид-менеджер извещает андеррайтеров и агентов по размещению о том, сколько ценных бумаг выделяются каждому из них.

В конце стабилизационного периода (распространения облигаций), т.е. в день завершения размещения, члены синдиката перечисляют деньги за купленные ими облигации на специальный банковский счет, открытый лид-менеджером. Конечные инвесторы при этом получают документы, подтверждающие их право собственности на облигации (хотя это еще не сами сертификаты облигаций). Заемщик получает деньги в соответствии с условиями соглашения, а сам синдикат расформировывается. В финансовой прессе появляется сообщение (так называемое tomb-stone) о завершении размещения.

Желающие могут получить отдельные сертификаты облигаций. Если лид-менеджерами выступают американские банки, сертификаты выдаются не ранее 90 дней после завершения размещения.

В современных условиях стандартом при размещении стала так называемая «купленная сделка». При таком размещении лид-менеджер покупает все ценные бумаги у эмитента на ранее установленных условиях (объем, купонная ставка, цена размещения) до объявления о выпуске. Подобная практика возникла в связи с увеличением финансовой мощи банков, занимающихся размещением еврооблигаций и усилением конкуренции между ними. В борьбе за эмитента банки сразу предлагают все услуги и цену за них.

Первая «купленная сделка» была проведена Credit Suisse First Boston в апреле 1980 года, когда этот инвестиционный банк купил весь выпуск облигаций корпорации General Motors Acceptance Corporation на сумму $100 млн. Только после этого CSFB организовал синдикат.

Подобная схема размещения означает уменьшение роли андеррайтеров и агентов по размещению. Существует точка зрения, что при «купленной сделке» риск для инвестиционного банка увеличивается, поскольку здесь отсутствует период подписки, в течение которого можно определить примерный спрос на облигации. В то же время общий период

вывода облигаций на рынок сокращается, что снижает риски изменения процентных ставок на рынке капиталов.

Еще одним из методов размещения является аукцион. Эмитент объявляет срок и купонную ставку по облигации и предлагает инвесторам направлять свои заявки. Инвесторы (а ими могут быть как конечные инвесторы, так и банки, рассчитывающие перепродать ценные бумаги) направляют свои заявки в процентах от номинала, одновременно указывая количество облигаций, которые они намереваются приобрести. Заемщик размещает облигации среди инвесторов, начиная с самой высокой цены. Аукционная схема устраняет плату менеджерам и тем самым удешевляет заем. Однако она доступна только наиболее известным заемщикам, например, таким, как Европейский инвестиционный банк.

Вторичный рынок еврооблигаций

Хотя еврооблигации имеют, как правило, листинг на Лондонской или Люксембургской фондовых биржах, торговля ими производится почти исключительно на внебиржевом (телефонном) рынке. На этом рынке практически не действуют какие-либо национальные формы регулирования. Однако рынок достаточно жестко урегулирован правилами и рекомендациями ISMA, которых все участники строго придерживаются.

Профессиональные участники рынка носят название дилеров. Дилерами выступают банки и компании по ценным бумагам, регулируемые соответствующим национальным законодательством.

По правилам рынка, лид-менеджер того или иного выпуска является и его маркет-мейкером, т.е. он занимается поддержкой активного вторичного рынка, покупая облигации при избытке предложения и продавая их при повышенном спросе. Поскольку еврооблигациями торгуют на внебиржевом рынке, нет и фиксированного времени работы этого рынка. Тем не менее, по правилам ISMA, дилеры обязаны вести торговлю, по меньшей мере, в отведенные часы.

Минимальный лот при торговле между членами ISMA устанавливается дифференцированно по различным инструментам. Наиболее распространенный – 100 облигаций (или $100.000 по номиналу). Типичный спрэд по облигациям с фиксированной процентной ставкой составляет 0,5%. Улаживание (исполнение – settlement) сделки с середины 1995 года обычно осуществляется на 3-й календарный день после заключения сделки (T+3), вне зависимости от каких-либо праздников. Однако после согласования между покупателем и продавцом возможно установление любого дня улаживания.

Котировка облигаций дается на базе нетто, т.е. не включает накопленные проценты. Год считается равным 360 дням, месяц – 30.

Расчеты по сделкам с еврооблигациями осуществляются через две депозитарно-клиринговые системы: ***Euroclear*** и ***Cedel***. Действия систем

Euroclear и Cedel базируются на трех китах: эффективности, низких издержках и безопасности.

Эффективность достигается за счет системы взаимозачетов. В этих системах только 5% сделок требуют реального движения средств – ценных бумаг или денежных фондов. Более того, термин «реальное движение» достаточно условен, поскольку Euroclear и Cedel предоставляют услуги по хранению ценных бумаг в сети банков – депозитарных систем, и все реальные движения осуществляются с помощью электронных записей на счетах корпораций-участников. Благодаря современным коммуникационным средствам расчеты можно вести в режиме реального времени.

Международные клиринговые системы привлекают клиентов также низкими издержками. Ничтожность комиссии (примерно $25 за одну сделку купли-продажи вне зависимости от объема) объясняется огромными оборотами. Например, годовой оборот Euroclear за 1996 год составил 36,6 трлн. долларов, а наоборот, Cedel за аналогичный период – 13,1 трлн. И в то же время обороты Euroclear и Cedel неуклонно растут. Вступительные взносы также невелики – всего несколько тысяч долларов.

Комиссионные вместе со взносами позволяют клиринговым системам получать неплохую прибыль. Кроме того, Euroclear и Cedel получают комиссию за депозитарное обслуживание компаний-участников. Только в Cedel на хранении находится более 1 трлн. ценных бумаг, принадлежащих членам системы. Однако политика Euroclear и Cedel такова, что дивиденды по акциям, как правило, не выплачиваются – прибыль реинвестируется в развитие этих систем. Таким образом, клиринговые системы стремятся повысить свою привлекательность в глазах клиентов.

И многие участники рынка международных ценных бумаг не мыслят своей деятельности без Euroclear и Cedel. «Если бы подобных систем не существовало, то для проведения операций купли-продажи финансовых инструментов надо было бы осуществлять физическую доставку ценных бумаг или денежных средств контрагенту. При этом пришлось бы уплатить транспортные расходы и страховку. Издержки бы выросли, а быстрота и эффективность ушли в небытие», – считает Марина Клюева, заместитель начальника управления оформления операций АКБ «Московская финансовая корпорация».

Оптимальная политика Euroclear и Cedel позволила быстро обеспечить впечатляющую безопасность для участников этих систем. «Euroclear и Cedel уделяют беспрецедентное внимание вопросам безопасности. Проблема безопасности заключается в возможности срыва поставки (платежа). Однако сегодня подобный риск сведен к минимуму», – уверяет Александр Родионов, начальник отдела по работе с валютными займами Мост-банка.

Как же это достигается на практике?

Во-первых, клиринговые системы Euroclear и Cedel применяют метод расчетов «поставка против платежа», то есть для совершения сделки

обе стороны должны иметь фонды на счетах в этих системах, достаточные для выполнения своих обязательств.

При желании контрагентов совершить сделку клиринговые системы производят фиксацию и сверку параметров сделки: количество, вид и стоимость ценных бумаг, участвующих в операции. Только после этого, а также при наличии средств на счетах контрагенты могут совершить сделку.

Во-вторых, в случае нехватки или отсутствия на счету участника либо соответствующих бумаг, либо денег, во время проведения клиринга системы Euroclear и Cedel могут предоставить покрытие под проведение соответствующей сделки. Однако не следует думать, что клиринговая система выступает лично в качестве лица, предоставляющего кредит. Система выступает лишь менеджером, который как бы распространяет ресурсы. На самом деле все заемные деньги предоставляются самими участниками. В зависимости от договора с системой, движение ресурсов может осуществляться как по согласию собственника, так и автоматически. Средства возвращаются на счет кредитора по первому требованию, с выплатой процентов по их использованию. Необходимо отметить, что соответствующий возврат гарантируется и самой системой, и одним из ведущих в мире банковских синдикатов, который поддерживает конкретную клиринговую систему (например, Citibank – гарант Cedel).

В это время участники Euroclear и Cedel по собственному желанию и в соответствии со своей политикой могут выступать в качестве и кредиторов, и дебиторов по отношению к другим членам соответствующей системы. Такие правила позволяют компаниям – участникам Euroclear и Cedel извлекать дополнительную прибыль. Специалисты Мост-банка приводят в пример мексиканские события, когда наблюдалось всеобщее падение цен. По их мнению, можно было взять в долг определенные активы, продать их в начале кризиса, а позже снова купить, но уже дешевле.

Выгода налицо. Однако, что касается российских банков, то они имеют ограниченные возможности для участия как в процедуре предоставления займа, так и наоборот. «Я не думаю, что у российских банков – участников систем Euroclear и Cedel слишком большие возможности брать и давать в долг, потому что вряд ли у них большие остатки по счетам в связи с отсутствием желания размещать большие средства в иностранные фондовые ценности, так как российские ценные бумаги конкурируют по доходности с зарубежными инструментами, – считает Александр Родионов. – Как правило, только самые крупные российские банки диверсифицируют портфели и имеют существенные остатки на счетах ценных бумаг, по которым ведутся расчеты в Euroclear и Cedel. Именно они могут взять и давать в долг реальное количество финансовых инструментов». К этому объяснению можно добавить еще одну причину – небольшие потери при спекуляции мировых гигантов могут оказаться существенными для банков.

И, наконец, в-третьих, делу способствует революционное решение Euroclear и Cedel, которое заключается в следующем. Если раньше клиринг проводился раз в день, то есть скорость реакции систем на возникновение кризисной ситуации была сравнительно невысокой – 1 день, то теперь клиринг проводится несколько раз в день, а по некоторым инструментам – даже в режиме реального времени. Такая методика позволяет разбить довольно крупный для финансового рынка временной интервал на несколько мелких, что позволяет более оперативно отслеживать ситуацию в системе.

В добавление ко всему вышесказанному Euroclear и Cedel характеризуются полностью раскрываемой информацией о движении принадлежащих им средств. То есть, имея соответствующее оборудование, можно узнать, где в данный момент находятся ваши средства.

Все перечисленные функции систем Euroclear и Cedel, а также новые направления их развития, например, охват внутренних рынков ценных бумаг разных стран (Euroclear и Cedel), позволяют производить расчеты через них с контрагентами, ценные бумаги которых находятся на счетах во внутренних расчетных системах AKV (Германия) и DTC.

До недавнего времени о еврооблигациях рассуждали лишь специалисты в академических институтах. Для практика же непреодолимым препятствием было отсутствие подобных бумаг, эмитированных государством, а оно медлило, ожидая получения более или менее приличного кредитного рейтинга. В октябре 1996 года рейтинг был получен, Россия разместила свой первый еврооблигационный заем и тем самым открыла дорогу на мировой рынок национальным корпорациям и муниципальным администрациям (табл. 16).

Таблица 16

Выпуски еврооблигаций РФ по состоянию на 20.04.2000 г.

Дата выпуска	Дата погашения	Валюта выпуска	Объем выпуска, млрд.	Купонная ставка в %	Число купонных выплат в год	Цена размещения, %
27 ноября 1996	27 ноября 2001	USD	1	9,25	2	99,561
25 марта 1997	25 марта 2004	USD	2	9	1	100,000
26 июня 1997	26 июня 2007	USD	2	10	2	99,164
28 октября 1997	28 октября 2007	USD	0,4	10	2	103 500
31 марта 1998	31 марта 2005	DEM	1,25	9,375	1	99,668
30 апреля 1998	30 апреля 2003	ITL	750	9	1	98,710
10 июня 1998	10 июня 2003	USD	1,25	11,75	2	98,790
24 июня 1998	24 июня 2028	USD	2,5	12,75	2	98,437
24 июля 1998	24 июля 2005	USD	2,969	8,75	2	73,801
24 июля 1998	24 июля 2018	USD	3,466	11	2	73,858

Итак, что же сулит организациям и муниципалитетам новая возможность выхода на мировой рынок?

Во-первых, ***денег на Западе гораздо больше.*** Размер рынка еврооблигаций измеряется сотнями миллиардов долларов, а объем займа, как правило, колеблется от 100 до 300 млн. долларов. Помимо европейских, на вторичном рынке облигации могут покупать американские и азиатские инвесторы, а это еще сотни миллиардов долларов.

Во-вторых, ***даже не очень длительный по европейским меркам облигационный заем (3-5 лет)' в нашем представлении – долгосрочный,*** ведь о том, чтобы взять кредит на такой срок у отечественного банка, можно и не думать.

В-третьих, ***деньги еврозайма – едва ли не самые дешевые.*** Это обусловлено и большим объемом предложения денег на мировом рынке, и тем, что банки, покупающие еврооблигации, резервируют под них существенно меньше, чем под кредиты, а значит, и покупают их выгоднее. Ставка процентов по облигациям определяется кредитным рейтингом эмитента и не может быть выше, нежели у правительства его страны.

В-четвертых, ***выпуск облигаций не требует обеспечения.*** "Газпрому" удалось получать кредиты у западных банков под 8-9% годовых (менее именитые российские компании удовлетворяются 15-18% годовых), но при этом банк обычно требует обеспечения, например, контрактами на поставку газа.

В-пятых, ***выпуск облигаций, в отличие от акций, не приводит к размыванию акционерного капитала.*** Поскольку при неразвитом отечественном фондовом рынке акции компаний недооценены, их выпуск означает распродажу активов компании по сниженным ценам.

7.4. Портфельные инвестиции как часть рынка ценных бумаг и международные депозитарные расписки

Если торговля между народами и государствами существует с глубокой древности, то способствовавший дальнейшему усилению интернационализации хозяйственной жизни вывоз капитала имеет более короткую историю, бурно развивавшуюся в XIX в., особенно во второй его половине. Концентрация производства и капитала привела к появлению в наиболее развитых капиталистических странах "избытка" капиталов, не находивших достаточно прибыльного применения в своих государствах. Поэтому назрела необходимость вывоза "избыточного" капитала за рубеж. Одновременно появились и возможности такого вывоза: к концу прошлого столетия был в основном закончен колониальный захват "свободных", не занятых другими капиталистическими государствами земель, развивалась колониальная торговля, создавались объекты инфраструктуры и т.д. Все это втянуло экономически отсталые страны в орбиту мирового капиталистического хозяйства.

Наряду с вывозом капитала из индустриально развитых стран в колонии и полуколонии постепенно началась и миграция капитала между самими капиталистическими странами. Вывоз капитала поднял международное разделение труда на новую ступень. Вывоз капитала позволяет

частично решить противоречия воспроизводства товаров, способствует росту экспорта товаров и услуг. Именно экспорт капитала явился главным фактором транснационализации современного производства – экспорт производительного капитала породил транснациональные корпорации (ТНК), которые обладают более чем 90% прямых частных капиталовложений за рубежом, способствовал превращению их в крупнейшие и влиятельные субъекты мирового хозяйства.

ТНК – это монополии, ведущие производственную, сбытовую и исследовательскую деятельность в масштабе всего мирового рынка. ТНК переносят за границу уже не товар, а сам процесс приложения капитала. Сейчас в мире насчитывается примерно 53 тыс. основных (материнских) ТНК и 450 тыс. их заграничных филиалов. Однако 70% всех заграничных инвестиций контролируют всего 85 компаний США, Западной Европы и Японии. Вывоз капитала за рубеж осуществляется с целью извлечения предпринимательской прибыли или получения процентов.

Соответственно различают экспорт предпринимательского и ссудного капитала. Вывоз предпринимательского капитала представляет собой долгосрочные зарубежные инвестиции, ведущие к созданию за границей филиалов, дочерних компаний и смешанных предприятий. Такие вложения подразделяются на прямые, позволяющие осуществлять контроль за заграничным предприятием (считается, что для этого достаточно владеть 25% его акций, по статистике ООН, или даже 10%, по статистике США), и портфельные, дающие право на доход в виде дивиденда. Таким образом, различие между прямым и непрямым (портфельным) зарубежным инвестированием сводится, прежде всего, к проблеме контроля.

Помимо приобретения акций фирм (без права управления), к портфельным инвестициям относится и покупка облигаций и аналогичных ценных бумаг (государственных и частных). Ссудный капитал экспортируется в виде краткосрочных или долгосрочных займов (кредитов). Он не создает собственности за рубежом и предоставляется на условиях срочности, возвратности и уплаты процентов. Если в XIX и начале XX в. преобладающим способом вывоза капитала было международное кредитование, то для современного этапа характерны быстрый рост и увеличение доли прямых заграничных инвестиций. Так, в 1991-1994 гг. они возрастали в среднем на 12,7% в год, т. е. в 3,3 раза быстрее, чем мировой экспорт, или почти в три раза быстрее, чем суммарный мировой ВВП.

Побудительными мотивами для таких капиталовложений являются стремление приблизить производство к источникам сырья и дешевой рабочей силы, к рынкам сбыта, обойти торговые барьеры, получить доступ к новейшим технологиям, сэкономить на налоговых платежах и снизить расходы на охрану окружающей среды, обойти национальное антимонопольное законодательство и др. Основной формой прямых иностранных инвестиций в настоящее время стали трансграничные слияния и поглощения компаний (3/5 всего экспорта ПИИ в 1997 г.).

Иностранные инвестиции можно охарактеризовать как величиной их ежегодного экспорта и импорта, так и накопленным за все время инвестирования объемом. В 1997 г. мировой экспорт прямых иностранных инвестиций составил 400 млрд. долл. США.

По состоянию на конец 1997 г. накопленный объем экспорта прямых иностранных инвестиций в мире составлял 3,54 трлн. долл. США, в том числе около 860 млрд. долл. приходилось на инвестиции США, 420 – Великобритании, более 350 – Японии, около 330 – Германии, около 240 – Франции, более 200 – Нидерландов и 170 млрд. дол. – Швейцарии. Данные о регионах и странах с наибольшим объемом полученных за все время прямых инвестиций приведены в табл. 17.

Таблица 17

Накопленный объем полученных прямых иностранных инвестиций по регионам мира, 1997 г.

Регион, страна	Накопленный объем инвестиций	
	в млрд. долл. США	в % от мирового
Мир	3455.5	100,0
Индустриальные страны Запада	2349,4	68.0
Западная Европа	1276,5	36,9
Северная Америка	857.9	24.8
Прочие индустриальные страны	215.1	6.2
Развивающиеся страны	1043,7	30.2
Аргентина, Бразилия и Мексика	249.2	7,2
Прочие страны Латинской Америки	126,2	3,7
Китай (включая Гонконг)	244.2	7,1
Восточная и Юго-Восточная Азия*	253.1	7.3
Прочие государства Азии	96.3	2.8
Африка	65,2	1,9
Прочие развивающиеся страны	9,4	0.3
Страны с переходной экономикой	62.4	1.8

* Индонезия, Республика Корея, Малайзия, Филиппины, Сингапур, Тайвань (Китай) и Таиланд.

Крупнейшими экспортерами и импортерами капитала в форме прямых инвестиций являются индустриальные страны Запада. В 1997 г. на их долю пришлось 85% экспорта прямых зарубежных инвестиций, причем почти 2/3 их мирового вывоза обеспечили всего пять государств (США, Великобритания, Германия, Франция и Япония). В том же году развитые страны поглотили почти 60% мирового притока прямых зарубежных инвестиций. При этом около половины мирового импорта пришлось на США и страны ЕС (табл. 18).

Таблица 18

Ведущие страны — экспортеры и импортеры прямых иностранных инвестиций в 1997 г.

	Экспорт инвестиций	
Страна	**в млрд. долл. США**	**в % от мирового импорта**
1. США	114.5	27,0
2. Великобритания	63.7	15.0
3. Германия	40,3	9,5
4. Франция	35.6	8.4
5. Гонконг	27.0	7,8
6. Япония	26.0	6,1
7. Нидерланды	20.0	4,7
8. Швейцария	16.8	4.0
9. Канада	14.0	3.3
10. Швеция	12.6	3.0
	Импорт инвестиций	
1. США	90.7	22.7
2. КНР	44.2	11.0
3. Великобритания	37.1	9,3
4. Франция	23.2	5,8
6. Бразилия	19.7	4,9
7. Мексика	12.5	3.1
8. Бельгия-Люксембург	12.5	3,1

9. Швеция	10,9	2,7
10. Нидерланды	9,2	2,3
11. Австралия	8,7	2,2
12. Сингапур	8,6	2,2
13. Канада	7,1	1,8
14. Аргентина	6,6	1,7
15. Россия	6,2	1,6

США с 80-х годов вышли на первое место в мире по объему прямых зарубежных инвестиций, вложенных в национальную экономику – 645 млрд. долл. (по состоянию на конец 1996 г.). Одностороннее движение капитала из США в Западную Европу сменилось "перекрестными" инвестициями. Крупнейшими западноевропейскими инвесторами в американскую экономику (по состоянию на 1997 г.) являются Великобритания (накопленный объем инвестиций – 130 млрд. долл.), Нидерланды (85), ФРГ (70) и Франция (47). Быстро растут японские инвестиции. Япония занимает второе место после Великобритании по накопленным объемам прямых инвестиций в американскую экономику (124 млрд. долл.). Крупным инвестором в экономику США является также Канада (64 млрд. дол.). В целом иностранцы уже приобрели в США почти на треть больше всех американских активов за границей.

Важное значение в мировых потоках прямых инвестиций имеют внутриконтинентальные инвестиции между западноевропейскими странами, увеличивающиеся в результате создания единого рынка капиталов ЕС, а также японские инвестиции в страны Западной Европы. В то же время сама Япония вплоть до начала 80-х годов проводила достаточно жесткую ограничительную политику в отношении проникновения в страну иностранного капитала. В результате по состоянию на конец 1997 г. накопленный объем прямых иностранных инвестиций в японскую экономику составлял всего 21 млрд. долл., что в сопоставлении с масштабами японской экономики и степенью вовлеченности страны в МРТ является крайне незначительным показателем.

В 80-е годы развивающиеся страны проигрывали развитым в соревновании за привлечение иностранных инвестиций. Если в 1983-1987 гг. они получили 24% всех прямых иностранных инвестиций, то в 1990 г. – только 17%. В 90-е годы приток иностранных инвестиций в развивающиеся страны резко увеличился. Если в 1990 г. они (включая Китай) получили 34 млрд. долл. иностранных инвестиций, то в 1997 г. – уже 149 млрд. дол., а их доля в общем притоке инвестиций возросла до 37%. Среди причин, обусловивших бум иностранных инвестиций, называют общую либерализацию экономики развивающихся стран, облегчение доступа туда иностранного капитала, а также широкомасштабную при-

ватизацию государственных предприятий, к которой были допущены иностранные инвесторы. Сыграли свою роль и такие факторы, как высокая оценка перспектив развития в ряде развивающихся государств (особенно Азии), дешевизна рабочей силы, ослабление протекционизма и облегчение доступа продукции из развивающихся государств на рынки промышленно развитых стран.

Распределение инвестиций среди этих государств исключительно неравномерно. Наибольшая доля притока иностранных инвестиций в развивающиеся страны в 1997 г. (почти 60%) пришлась на страны Восточной, Южной и Юго-Восточной Азии, при этом почти 1/3 составила доля КНР. На втором месте – Латинская Америка (около 38%). В то же время доля всех развивающихся стран Африки составила чуть более 3%. Из общего притока прямых инвестиций в развивающийся мир почти 80% поступает всего в десять стран (табл. 19).

Таблица 19

Ведущие развивающиеся страны – импортеры прямых иностранных инвестиций в 1997 г.

	Объем импорта инвестиций	
Страна	в млрд. долл. США	в % от общего притока инвестиций в развивающиеся страны
1. КНР	44.2	29.6
2. Бразилия	19.7	13.2
3. Мексика	12.5	8.4
4. Сингапур	8.6	5.8
5. Аргентина	6.6	4.4
6. Колумбия	6.0	4.0
7. Чили	5.4	3.6
8. Малайзия	5.1	3.4
9. Венесуэла	5.1	3.4
10. Индонезия	4.7	3.2

Особенно преуспел в их привлечении Китай, для которого открытость внешнему миру и иностранному капиталу является одной из важнейших составляющих курса экономических реформ. К началу 1999 г. страна привлекла в виде прямых иностранных инвестиций более 265 млрд. долл. Среди инвесторов ведущее место занимают Гонконг, Тайвань, Япония, США и Сингапур. В значительной степени это капитал зарубежных китайцев (хуацяо). Важным фактором, способствовавшим иностранным

инвестициям, явилось создание в Китае системы районов льготного иностранного инвестирования (специальные экономические зоны, зоны технико-экономического развития, открытые города, открытые приморские экономические районы и др.).

Растет в последние годы и роль развивающихся стран в экспорте предпринимательского капитала. Это, прежде всего, относится к таким НИС, как Гонконг, Бразилия, Мексика, Аргентина, Сингапур, Республика Корея, Тайвань. Доля Центральной и Восточной Европы и государств, возникших на месте СССР, в ежегодном притоке прямых иностранных инвестиций возросла в 1990-1997 гг. с 0,1 до 4,6%. Общая сумма накопленных инвестиций по состоянию на конец 1997 г. составила около 62 млрд. долл. Наибольшие суммы прямых инвестиций в этом регионе за 1990-1998 гг. получили Польша (22,9 млрд. долл.) и Венгрия (17,2 млрд. долл.).

Значительные надежды связывались с иностранными инвестициями в России. Пока, однако, их притоку препятствуют политическая нестабильность, финансово-экономический кризис, отсутствие необходимых гарантий для иностранных инвесторов, неустойчивость, слабая проработанность законодательства и другие факторы. В результате, по некоторым оценкам, накопленный объем прямых иностранных инвестиций в России на начало 1999 г. составил всего около 13 млрд. долл. при емкости рынка 40-50 млрд. ежегодно. Напомним, что КНР получила к этому времени более 260 млрд. долл. прямых иностранных инвестиций.

Во второй половине XX столетия наблюдается последовательная переориентация отраслевой структуры прямых зарубежных инвестиций с отраслей добывающей промышленности (50-е годы) в отрасли обрабатывающей промышленности (60-70-е годы) и сферу услуг (80-90-е годы). Если в начале 70-х годов на сферу услуг приходилось около 1/4 мирового объема накопленных за рубежом прямых инвестиций, то уже к концу 80-х годов ее доля приблизилась к 50% накопленного объема и составила 55-60% ежегодного потока новых вложений последних лет. Характерной особенностью современного этапа вывоза капитала, помимо возрастания удельного веса и значения прямых инвестиций, является возрастание в этом процессе роли государства. Доля государственного капитала в общем вывозе в мире достигает примерно 30%, причем подавляющая его часть (около 90%) идет в развивающиеся страны в виде безвозмездных субсидий и дотаций, государственных долгосрочных кредитов на развитие, государственных коммерческих кредитов и т.д. (так называемая "официальная помощь развитию").

Новым явлением стал и вывоз капитала, осуществляемый через международные организации – МВФ, Всемирный банк, Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР) и др., доля которого составляет около 10%. Важнейшей составной частью МЭО является международный кредит, который выступает в разнообразных формах. Кредиты в денежной форме, имеющие долгосрочный характер, в МЭО получили название внешних займов.

По срокам международные кредиты делятся на краткосрочные (до

одного года), среднесрочные (от одного года до пяти-семи лет) и долгосрочные (свыше пяти-семи лет).

По назначению (в зависимости от того, какие внешнеэкономические сделки покрываются за счет заемных средств) различают кредиты коммерческие, связанные с внешнеторговыми операциями, и финансовые, используемые на любые другие цели, включая погашение внешней задолженности, приобретение ценных бумаг, инвестиции и др.

Международный коммерческий кредит часто выступает в виде фирменного кредита, когда фирма-экспортер одной страны предоставляет импортеру другой страны отсрочку платежа при реализации товаров и услуг (обычно от двух до семи лет).

Кредиты по видам делятся на товарные, предоставляемые в основном экспортерами своим покупателям, и валютные, выдаваемые банками в денежной форме.

Международные банковские кредиты могут быть связанными и финансовыми. Связанные кредиты имеют строго целевой характер, который закрепляется в кредитном соглашении. Финансовые кредиты, в отличие от них, не имеют строгого целевого назначения и могут быть использованы по усмотрению заемщика на любые цели.

По валюте займа различают международные кредиты, предоставляемые в валюте страны-должника или страны-кредитора, в валюте третьей страны, а также в международной счетной валютной единице (СДР, ЭКЮ и др.). Чаще всего валютный кредит предоставляется в валюте страны-кредитора.

Особой разновидностью международного кредита является эмиссия облигаций, акций и других ценных бумаг на международном рынке и иностранных рынках капиталов. В качестве кредиторов здесь выступают инвесторы, помещающие свои средства в иностранные ценные бумаги, а посредниками между ними и заемщиками выступают банки или группы банков. Общий объем заимствований на мировых рынках капитала в 1995 г. составил 1258 млрд. долл., превысив уровень 1990 г. более чем в три раза. В качестве основных заемщиков выступают, вопреки распространенному мнению, индустриальные страны Запада. На их долю к середине 90-х годов приходилось до 85-87% всего мирового импорта заемных средств с внешних финансовых рынков, причем около половины импорта заемных средств с мирового рынка падает на США.

Изменилось и соотношение сил среди стран-кредиторов. Еще недавно основным кредитором выступали США, к которым после повышения в 1973 г. цен на нефть присоединились разбогатевшие нефтеэкспортеры (главным образом с Ближнего Востока). Однако к середине 80-х годов импорт капитала в США превысил американский экспорт, и эта страна стала самым большим в мире должником (к 1995 г. иностранный долг страны достиг 862 млрд. долл.). Группа нефтедобывающих стран стала ежегодно брать кредиты, в сумме составляющие почти столько же, сколько они дают в кредит сами. Новым крупнейшим кредитором стала Япония; менее значительная роль принадлежит Швейцарии, Тайваню и некоторым западноевропейским странам.

Международный кредит способствует ускорению развития производительных сил, интернационализации производства и обмена. Он является мощным фактором расширения международной торговли, порождая дополнительный спрос на рынке со стороны заемщиков, создает благоприятные предпосылки для притока прямых иностранных инвестиций в страну-должника. Кредит обеспечивает перераспределение финансовых средств между странами, что позволяет использовать средства с большей эффективностью или удовлетворять наиболее острые потребности в заемных средствах.

Однако чрезмерное привлечение международных кредитов и их неэффективное использование способно привести к неблагоприятным последствиям для заемщиков. Об этом свидетельствует кризис внешней задолженности развивающихся стран. С 1970 по 1991 г. внешний долг развивающихся стран увеличился почти в 15 раз (с 85 млрд. до 1,25 трлн. долл.). Взятые кредиты использовались неэффективно, зачастую на непроизводственные цели – закупки вооружений, финансирование престижных расточительных проектов, покрытие дефицита платежного баланса и т.д.

Неуклонно росли трудности с выплатой долга, чему способствовало и повышение процентных ставок в начале 80-х годов. В эпицентре кризиса оказались государства Латинской Америки, на которые приходилась 1/3 всего долга развивающихся стран. Уже в 1982-1983 гг. многие развивающиеся страны Латинской Америки, Азии и Африки оказались не в состоянии выполнять свои кредитные обязательства (у некоторых из них на выплату процентов и погашение долгов уходили почти все доходы от экспорта). Для погашения старых долгов и уплаты процентов они требовали отсрочки платежей и предоставления новых кредитов, но были вынуждены все же продолжать переводить огромные средства своим кредиторам. В результате начался отток средств из развивающегося мира, приведший к практическому приостановлению экономического роста, сокращению доходов и потребления на душу населения во многих государствах.

К началу 90-х годов в результате экономических реформ и структурной перестройки в ряде стран-должников, а также переговоров между заемщиками и кредиторами остроту проблемы удалось несколько снизить. Для облегчения проблем задолженности созданы два "клуба" – Парижский, объединяющий 19 государств-кредиторов, и Лондонский, членами которого являются около 600 коммерческих банков-кредиторов. Обычной практикой стала реструктуризация долгов – их отсрочка, а в некоторых случаях – полное или частичное списание. Важную, хотя и неоднозначно оцениваемую роль в оказании помощи странам-должникам при перестройке их экономики играет МВФ. Тем не менее, за первую половину 90-х годов задолженность развивающихся стран, а также присоединившихся к ним государств с переходной экономикой (бывших социалистических) официальным и частным кредиторам Запада возросла более чем на четверть и достигла почти 2 трлн. долл. (1998 г.). Перечень крупнейших должников приведен в табл. 20.

Таблица 20

Развивающиеся государства и страны с переходной экономикой с наибольшими размерами внешнего долга (1997 г.)

Страна	Величина внешнего долга	
	в млрд. долл. США	в % к ВНП
1. Бразилия	194	23
2. Мексика	150	37
3. Республика Корея	143	33
4. Индонезия	136	62
5. Китай	147	15
6. Россия	126	27
7. Аргентина	123	38
8. Индия	94	18
9. Таиланд	93	61
10. Турция	91	43
11. Малайзия	47	48
12. Филиппины	45	51
13. Польша	40	27
14. Венесуэла	36	41
15. Чили	31	43

Самая тяжелая ситуация с внешним долгом – у стран Африки, расположенных южнее Сахары, где внешний долг в среднем превышает 70% ВВП. У развивающихся стран Западного полушария абсолютная величина долга в 3,3 раза выше, но отношение долга к ВВП намного лучше – 36% (конец 1998 г.). Ситуация с внешним долгом СССР оставалась благоприятной вплоть до середины 80-х годов. Затем Советский Союз стал активно занимать деньги у Запада ("кредиты под Горбачева"). Заимствования под перестройку увеличили внешний долг страны с 28 (в 1985 г.) до 95 млрд. долл. (в начале 1990-х годов).

После распада СССР России пришлось пойти на "нулевой вариант", взяв на себя весь бывший советский долг и взяв себе все активы бывшего СССР (долги других стран, недвижимость за рубежом и т.д.). В апреле 1996 г. страна подписала рамочное соглашение с Парижским клубом стран-кредиторов о 25-летней реструктуризации задолженности бывшего СССР

в размере около 38 млрд. дол. Соглашение предусматривает предоставление России 6-летнего льготного периода, в течение которого будут выплачиваться только проценты по долгу.

В 1997 г. достигнуты двусторонние договоренности о реструктуризации долга России перед ФРГ, США и Швейцарией (на общую сумму около 20 млрд. долл.), на долю которых приходится 50% долгов бывшего СССР, а также соглашение о полной реструктуризации долга Советского Союза с членами Лондонского клуба кредиторов. Тем не менее, не успев разобраться со старыми долгами, Россия стала набирать новые. В результате внешний долг России на 1 января 1999 г. составил 150,6 млрд. долл. США (из них на долги бывшего СССР приходилось 79,9 млрд.). Бремя внешнего долга, несмотря на соглашения о реструктуризации задолженности, остается весьма серьезным. В сентябре 1997 г. Россия стала членом Парижского клуба стран-кредиторов, что дает ей возможность принимать участие в реструктуризации задолженности других государств. На 1 января 1999 г. 57 стран были должны России примерно 100 млрд. руб. (около 150 млрд. дол. по курсу Госбанка СССР, котируемому Банком России для платежно-расчетных и торговых соглашений бывшего СССР). Свои долговые обязательства перед Россией выполняют, однако, в той или иной степени только менее трети стран-должников.

Значительная часть долгов иностранных государств России (долги наименее развитых стран) может быть отнесена к разряду безнадежных. С учетом этого реальная стоимость долгов бывшего СССР в СКВ, по различным экспертным оценкам, составляет 30-40 млрд. долл.

Проводником новой аккумуляции и перераспределения между странами ссудного капитала является мировой рынок ссудного капитала. Он представляет собой совокупность кредитно-финансовых учреждений и фондовых бирж, предоставляющих кредиты и займы иностранным заемщикам. Мировой рынок ссудных капиталов подразделяется на мировой денежный рынок (краткосрочный) и мировой рынок капиталов (средне- и долгосрочный). Основными видами операций на мировом рынке ссудного капитала являются эмиссия и купля-продажа ценных бумаг, преимущественно в виде облигаций (выделяют мировой рынок ценных бумаг), предоставление и получение банковских кредитов. В 80-е годы на мировом рынке капиталов ссудные операции, опосредуемые выпуском ценных бумаг, значительно расширились. Эта тенденция именуется секьюритизацией мирового рынка ссудного капитала. В качестве кредиторов на мировом рынке выступают частные банки и фирмы, прежде всего, ТНК и ТНБ, фондовые биржи (примерно 40% всех операций); государственные предприятия, правительственные и муниципальные органы (более 40%); международные и региональные валютно-кредитные и финансовые организации (около 20%).

Основными заемщиками являются ТНК, правительства, международные валютно-кредитные и финансовые организации. По кредитам

мирового рынка ссудных капиталов применяются фиксированные и плавающие (с 70-х годов) процентные ставки, которые базируются на процентных ставках стран–ведущих кредиторов (прежде всего США).

Мировой рынок капиталов состоит из нескольких крупнейших финансовых центров, аккумулирующих и распределяющих огромную массу ссудных капиталов по всему миру. Они связаны между собой системами электронной передачи данных (наиболее известная из них – Всемирная межбанковская финансовая телекоммуникационная сеть (SWIFT). В настоящее время существует два вида мировых финансовых центров: одни возникли на базе национальных рынков капитала (в зарубежной печати их называют рынками иностранного капитала), другие – на базе международных рынков капитала. Хотя первые появились раньше, ныне они имеют подчиненное значение.

Подавляющее же большинство мировых финансовых центров представляет собой совершенно новые образования, возникшие на основе международных рынков капитала, а точнее, еврорынков. Ведущим мировым финансовым центром является Лондон. Он занимает первое место в мире по объему международных валютных (30% мирового объема), кредитных и депозитных операций, является мировым монополистом в области страхования. Как рынок золота он делит мировое первенство с Цюрихом. Крупными международными финансовыми центрами, расположенными в Европе, являются также Цюрих, Париж, Франкфурт-на-Майне, Люксембург. Цюрих – крупнейший в мире финансовой центр по реэкспорту капитала, крупнейший (наряду с Лондоном) рынок золота, один из крупнейших валютных рынков и рынков банковских кредитов. Париж – преимущественно рынок международного капитала в форме банковских кредитов.

Главные рынки Франкфурта-на-Майне (Германия) – рынок банковских кредитов и рынок ценных бумаг. Это экономический центр ЕС – здесь находится Европейский центральный банк (ЕЦБ). Люксембург – типичный пример мирового финансового центра нового времени, крупнейший в мире рынок долгосрочного капитала. Его быстрому послевоенному взлету способствовал статус "финансового оазиса", расположенного в самом центре Западной Европы (в Люксембурге действует более 200 банков, преимущественно иностранных).

Нью-Йоркский центр, в отличие от других финансовых центров, был и остается иностранным рынком капитала, рынком иностранных кредитов. Он является главным источником евродолларов. Основная масса евродолларов и евровалютной составляющей этого центра перебрасывается через Торонто (Канада) и финансовые центры Карибского бассейна (Багамские и Каймановы острова). На Нью-Йорк приходится 16% от общего объема международных валютных операций. В последние десятилетия неуклонно повышается роль Токио как международного финансового центра, хотя его полноценному утверждению в этом качестве препятствуют строгий контроль и регламентация международных валютно-финансовых операций в Японии.

В 70—80-е годы в международных валютно-кредитных отношениях существенно возросла роль мировых финансовых центров, расположенных в развивающихся странах. Они возникли преимущественно на основе роста там собственных национальных рынков капиталов или на базе льготного налогового и валютного режима в так называемых "оффшорных" центрах и зонах. Последние являются важной составной частью рынков евровалют, через них осуществляется большой объем кредитно-банковских расчетов и переводов.

Господствующее положение в новых финансовых центрах занимают банки западных стран, особенно США. Крупнейший район международных кредитных операций в развивающихся странах — зона Карибского бассейна. Бесспорное лидерство здесь принадлежит Багамам; другие крупные международные финансовые центры — Каймановы острова, Панама, о. Кюрасао (Нидерландские Антилы). К центрам этого региона относят и расположенные в Атлантике Бермуды. Два крупнейших международных финансовых центра в Юго-Восточной и Восточной Азии (не считая Токио) — Сингапур и Сянган (Гонконг). Активно формируются новые — в Аомыне (Макао) и на Тайване.

На Ближнем Востоке новые международные финансовые центры — Бахрейн (важнейший и наиболее динамичный в регионе), Объединенные Арабские Эмираты (ОАЭ), Кувейт. Их образование началось после скачка цен на нефть в 1973 г. Основа мирового рынка ссудных капиталов — так называемый рынок евровалют (еврорынок). Он возник в конце 50-х годов, сначала как евродолларовый рынок. США ввели в 1957-1958 гг. ряд ограничений на экспорт капитала, так что американский рынок на долгое время оказался закрытым для иностранных заемщиков. В ответ банки США расширили свою филиальную сеть за рубежом, особенно в Западной Европе. Стали осуществлять операции в долларах и банки ряда европейских стран.

Доллары США, переведенные на счета в банки за пределами этой страны и используемые для кредитных операций во всех странах, получили название евродолларов. После создания в Нью-Йорке в 1981 г. свободной банковской зоны в географию еврорынка был включен и рынок ссудных капиталов США. Постепенно евродолларовый рынок трансформировался в евровалютный [5]. Кроме долларовых, на нем совершаются также операции с евромарками, евроиенами, евршвейцарскими франками, еврофранцузскими франками и другими валютами. Следует иметь в виду, что евровалютами называются платежные средства, обращающиеся не только в Западной Европе, но и за ее пределами. Хотя доллары, используемые для операций на валютных рынках Азии, часто называют также азиатскими долларами (азиадолларами). Евровалюты принадлежат иностранцам и находятся в форме записей на счетах в иностранных банках. Рынок евровалют привлекает отсутствием контроля со стороны национальных правительств, более приемлемыми, по сравнению с национальными рынками капиталов, процентными ставками, возможностью для коммерческих банков, фирм и других организаций получить на этом рынке кредит в долларах, не

обращаясь непосредственно в США. Поэтому еврорынок развивается исключительно высокими темпами – в 1979 г. его общий объем достиг 1 трлн. долл., а в начале 90-х годов – примерно 4,5 трлн. долл.

Наиболее распространенным видом кредитования являются так называемые синдицированные еврокредиты, т.е. кредиты, предоставляемые заемщику не одним, а группой (синдикатом) банков. Более скромное место занимают еврооблигации (евробонды).

Потоки капитала играют ключевую роль в интеграции стран с переходной экономикой в мировое хозяйство. Взаимосвязь инвестиций, передачи технологии, квалифицированной рабочей силы и практики управления повлияла на экономический рост в этих странах и положила начало процессу изменения моделей поведения субъектов экономической деятельности в связи с проникновением иностранных компаний на эти рынки и их влиянием на отечественные компании. Чистый приток частного капитала в страны с переходной экономикой увеличился с 8,9 млрд. долл. США в 2000 году до 25,6 млрд. долл. США в 2002 году и продолжал расти в 2003 году, хотя и более умеренными темпами. Главными источниками чистого притока капитала были ПИИ и кредиты коммерческих банков, объем которых неуклонно возрастал после кризиса в России в августе 1998 года.

Приток ПИИ в страны с переходной экономикой имел различную структуру с точки зрения распределения по секторам: если в Центральной и Восточной Европе и государствах Балтии ПИИ сосредоточены в экспортных секторах, то в регионе СНГ они, как правило, размещаются в секторах, занимающихся экспортом природных ресурсов и формированием внутреннего предложения, или в импортозамещающих секторах. Эти тенденции являются отражением таких конкретных особенностей стран-получателей, как размеры, структуры видов собственности, географическое положение, стоимость рабочей силы, запасы природных ресурсов и институциональные факторы.

Хотя ПИИ остаются устойчивым источником притока капитала в страны с переходной экономикой (см. диаграмму II), динамика ПИИ заметно различается по субрегионам (см. табл. 10). Приток ПИИ замедлился в новых странах – членах ЕС в 2003 г. в связи с завершением процесса приватизации и ростом реальной заработной платы. В то же время возрос объем прямых инвестиций, размещаемых за рубежом новыми странами – членами ЕС, в частности Венгрией, что свидетельствует о зрелости корпоративного сектора этой страны. Перспективы будущего прямого иностранного инвестирования после расширения состава ЕС являются благоприятными; однако, насколько оправдаются такие прогнозы, будет зависеть, среди прочих факторов, от уровня корпоративного налога, который в конечном счете, как ожидается, должен быть приведен в соответствие с уровнем корпоративного налога ЕС.

Таблица 21

Прямые иностранные инвестиции в странах с переходной экономикой в 1995–2003 гг.

	Совокупный приток ПИИ (млн. долл.)	Совокупный приток ПИИ в расчете на душу населения (1995-2003) (млн. долл.)	Приток ПИИ в расчете на душу населения (в долл. США)			Приток ПИИ в процентах от ВВП		
			2001	2002	2003	2002	2002	2003
Новые члены ЕС	142734,9	214,8	249,9	307,4	156,2	5,1	5,6	2,4
Чешская республика	36987,3	399	549,6	827,6	252,2	9,9	12,2	3,0
Венгрия	31724,8	351,8	396,9	288,3	251,6	7,6	4,4	3,0
Польша	50110,0	144,3	148,1	107,2	109,7	3,1	2,2	2,0
Словакия	10197,5	210,1	293,2	762,5	105,5	7,6	17,0	1,8
Словения	3275,6	183,0	185,9	810,0	91,4	1,9	7,3	0,7
Эстония	3608,5	284,0	394,0	209,0	662,1	9,7	4,4	10,6
Латвия	3103,9	141,4	67,9	160,5	151,2	2,1	4,6	3,8
Литва	3727,4	112,0	120,8	198,8	48,8	3,8	5,2	1,0
Юго-Восточная Европа	31242,9	63,5	81,8	75,5	123,1	4,6	3,6	5,1
Албания	959,5	33,8	65,9	42,7	56,6	4,9	2,8	3,0
Босния и Герцеговина	1132,5	33,1	32,0	64,3	91,5	2,6	4,7	5,4
Болгария	6198,8	85,6	103,3	116,1	183,9	6,0	5,6	8,1
Хорватия	9044,4	216,1	335,4	241,4	367,7	8,0	5,3	7,5
Румыния	9873,0	48,8	51,7	51,2	70,3	2,9	2,5	2,9
Бывшая республика Македония	999,7	55,1	216,1	37,9	46,0	12,8	2,1	2,0
Сербия и Черногория	3035,0	32,0	15,7	45,1	129,4	1,4	3,0	6,6
СНГ	62370,6	24,4	24,9	32,0	31,6	1,7	2,0	1,6
Армения	983,6	28,9	23,2	39,5	41,0	4,0	6,3	5,9
Азербайджан	8639,3	120,5	28,0	170,9	400,9	4,0	21,9	44,7
Беларусь	1750,2	19,2	9,4	24,5	16,9	0,8	1,7	1,0
Грузия	1394,0	29,4	21,0	31,7	65,1	3,4	4,9	8,6
Казахстан	14821,4	101,2	176,1	161,6	129,5	12,8	10,6	7,1
Кыргызстан	411,9	9,5	1,0	1,0	4,9	0,3	0,3	1,4
Республика Молдова	737,1	19,0	34,1	27,3		13,7	7,0	3,0
Российская Федерация	25367,0	19,3	17,1	24,1	8,0	0,8	1,0	0,3
Таджикистан	193,2	3,6	1,5	5,8	5,1	0,9	3,0	2,0
Туркменистан	1131,9	27,2	35,2	20,3	19,9	2,6	1,3	1,3
Украина	6154,0	13,7	16,1	14,2	29,5	2,1	1,6	2,9
Узбекистан	787,0	3,6	3,3	2,5	2,7	0,7	0,7	0,8

Источник: ЮНКТАД, доклад о мировых инвестициях, 2004 год

Рост притока ПИИ был более заметным в странах Юго-Восточной Европы, где он увеличился в 2003 году более чем на 60 процентов. Резко возрос приток ПИИ в Болгарию и Румынию после заключения ряда приватизационных сделок. Приток ПИИ в другие страны Юго-Восточной Европы также увеличился в 2003 году, достигнув уровня 3 млрд. евро (5 процентов ВВП), отчасти благодаря приватизации в Сербии и Черногории и Хорватии, при этом Хорватия была самым крупным получателем. Для сохранения притока ПИИ необходимы дальнейший прогресс в области крупномасштабной приватизации (мелко- и среднемасштабная приватизация в основном завершены), а также формирование более транспарентной правовой основы и благоприятного делового климата. Определенная степень либерализации торговли также имеет решающее значение для привлечения ПИИ. С учетом узости внутренних рынков объединенный региональный рынок будет более привлекательным для потенциальных инвесторов.

В 2002–2003 гг. наблюдались заметные различия в международных финансовых потоках по странам региона СНГ. Позиции Российской Федерации как важного нетто-экспортера капитала укрепились, тогда как многие другие страны региона играли важную роль импортеров капитала. Благодаря макроэкономической стабилизации и быстрому оживлению экономики в сочетании с высокими ценами на нефть богатые ресурсами страны региона СНГ стали крупными получателями ПИИ. В 2003 году рост притока капитала отмечался в Азербайджане, Казахстане, Кыргызстане, Таджикистане и Туркменистане.

Приток ПИИ рос значительными темпами в странах Центральной Азии и стимулировался экспортными поступлениями, обусловленными высокими ценами на нефть. Приток капитала в Российскую Федерацию начал расти в первой половине 2003 года, однако вследствие изменения этой тенденции на обратную по многим сегментам, например портфельным инвестициям и ПИИ, чистый приток капитала в страну по итогам года оказался отрицательным.

Среди факторов, которые могли бы повысить привлекательность стран с переходной экономикой и усилить заинтересованность иностранных инвесторов в размещении инвестиций в этих странах, не в последнюю очередь следует выделить углубление реформы в секторе реальной экономики и в банковской сфере, включая создание сильного частного сектора, дальнейшее наращивание институциональной основы, либерализацию валютной системы и торговли и развитие правовой системы, и все эти факторы будут содействовать также процессу перехода к рыночной экономике. В прошлом процесс приватизации в регионе нередко проводился на неэффективной и нетранспарентной основе и был вызван необходимостью покрытия дефицита государственного бюджета; кроме того, во многих случаях отдельным компаниям предоставлялись монопольные права, что несовместимо с регламентом Всемирной торговой организации.

ПИИ по-прежнему играют важнейшую роль в мобилизации инвестиций, обновлении технологии, модернизации экономики и, следовательно, ускорении экономического роста за счет прироста эффективности и благотворных сопутствующих эффектов. Однако с ПИИ связаны и некоторые

побочные риски. Одним из них является возможная репатриация прибылей иностранными инвесторами и ее воздействие на дефицит баланса текущих операций (табл. 22). Конкуренция для отечественных производителей, создаваемая ПИИ, может способствовать росту производительности, а может привести и к вытеснению внутренних инвесторов. ПИИ оказывают негативное воздействие на занятость в краткосрочном плане. Возросшая практика передачи производства иностранными компаниями на внешний подряд из Восточной Европы в Азию, вызванная ростом реальной заработной платы в регионе, ведет к повышению неустойчивости ПИИ.

Таблица 22

Репатриация доходов из отдельных стран Центральной и Восточной Европы, 1996-2002 годы

	1996 г.	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.
Болгария	0,0	0,0	6,1	32,4	19,8	115,5	115,5
Хорватия	7,6	20,8	27,4	13,1	55,4	137,6	170,8
Чешская республика	75,3	56,0	173,3	247,5	279,0	428,7	546,0
Эстония	9,3	22,0	28,5	56,7	83,2	68,6	170,3
Венгрия	259,4	440,0	925,1	832,2	785,9	784,9	1021,3
Латвия	8,0	4,2	11,2	20,3	11,8	21,0	51,5
Литва	2,8	28,1	37,7	12,2	29,2	53,4	43,1
Польша	217,0	362,0	466,0	430,0	559,0	982,0	1365,0

Источник: IMF, Balance of Payments Statistics Yearbook, 2003 *(Washington, D.C., 2003).*

Несмотря на достигнутый прогресс в деле интеграции стран с переходной экономикой в мировое хозяйство с помощью торговых потоков и потоков капитала, движения рабочей силы, третья важная составляющая процесса интеграции, напротив, остается ограниченным по масштабам во всех странах региона. Хотя существуют барьеры для иммиграции и на Запад, и на Восток, низкий уровень мобильности в этих странах служит отражением жестких рынков труда, а также отсутствия инфраструктуры и институтов, необходимых для поддержки движения рабочей силы. Большинство стран из числа ЕС (15) ввели запрет продолжительностью до семи лет на свободное движение рабочей силы, даже из новых членов ЕС. Строгое соблюдение нового пограничного режима ЕС затруднит мобильность рабочей силы на Запад из стран региона ЕС; как следствие этого, в недавно предложенной политике европейского соседства свободное движение рабочей силы предусматривается лишь в долгосрочной перспективе.

Краткие выводы:

Одним из сравнительно недавно появившихся инструментов на рынке государственных ценных бумаг являются еврооблигации. К числу международных облигаций относятся так называемые глобальные и параллельные облигации; международные облигации являются основным долговым инструментом, размещаемым на зарубежных рынках; среднесроч-

ные долговые инструменты – депозитные сертификаты и коммерческие бумаги. Евробонды различаются по способу выплаты дохода: облигации с фиксированной процентной ставкой, с нулевым купоном, с плавающей процентной ставкой; по способу погашения: облигации с опционом на покупку, с опционом на продажу, на продажу и покупку, с фондом погашения.

Контрольные вопросы:

1. Какие инструменты обращаются на мировых рынках капитала? Дайте им характеристику.
2. В чем разница между евровалютным займом и еврооблигациями, между иностранными облигациями и еврооблигациями?
3. Что представляет собой еврорынок? Какую роль он играет в системе банковского займа?
4. Дайте характеристику международных ценных бумаг.
5. Что такое евробонды? Как они различаются по способу выплаты дохода?
6. Кто выпускает еврооблигации и кто гарантирует их выплату?
7. Почему крупные МНК, расположенные в малых странах (типа Швеции, Голландии, Швейцарии), заинтересованы в развитии глобальной инвесторской базы? Перечислите несколько причин, почему корпорация, базирующаяся в США, может эмитировать долг, деноминированный в иностранной валюте?
8. Если ставки процента на финансовых рынках падают, то какую выбрать облигацию – долго- или краткосрочную? Почему? Какой тип облигации имеет больший процентный риск?

Литература:

1. *Хэррис Дж.* Международные финансы: Пер. с англ. М.: Изд-во ИИД Филинъ, 1996.
2. *Энг М., Лис Ф., Мауэр Л.* Мировые финансы: Пер. с англ. М.: ДеКа, 1998.
3. *Butler K.* Multinational Finance. Cincinnati: South-Western Publishing, 1997.
4. *Giddy I.* Global financial markets. Lexington, Massachusetts: D.C. Heath and Compsni, 2000.
5. Мировая экономика: Глобальные тенденции за 100 лет / Под ред. И. С. Королева. – М.: Экономист, 2003.
6. *Кудров В. М.* Мировая экономика: Учебник. – М.: Дело, 2004.
7. Мировая экономика: Учеб. пособ. / Отв. ред. Б. М. Маклярский. – М.: Международные отношения, 2004.
8. *Ломакин В. К.* Мировая экономика: Учебник для вузов. Изд. 2-е перераб. и доп. – М.: Юнити-Дана, 2004.
9. *Федякина Л.* Международные финансы. Изд. «Питер», 2005. Глава 6. Евровалютный рынок.

Глоссарий

Валютная политика – составная часть экономической и внешнеэкономической политики государства внутри и вне страны, проводимой посредством воздействия на валюту, валютный курс, валютные операции. Валютная политика страны проводится ее правительством, центральным банком, центральными финансовыми органами.

Валютный обменный курс – это цена денежной единицы одной страны, выраженная в единицах другой, или соотношение, по которому валюта может быть конвертирована в другую.

Валютный рынок – система устойчивых экономических и организационных отношений по операциям купли-продажи иностранных валют и платежных документов в иностранных валютах. Различают биржевой и внебиржевой валютные рынки.

Евровалюта – валюта, размещенная в одной из европейских стран, но не являющаяся национальной валютой этой страны.

Евродоллары – доллары, депонированные в банке европейской страны.

Евроиены – иены, депонированные в банке европейской страны.

Еврорынок – международный рынок ссудных капиталов, все операции на котором осуществляются в евровалютах. Большинство сделок на еврорынке проводится через финансовые центры Лондона (до 3/4), Гонконга, Сингапура, ряда стран Карибского бассейна, а также Нью-Йорка и Токио. Обычно в качестве кредиторов на еврорынке выступают частные коммерческие банки, а в роли заемщиков – транснациональные корпорации и государства, нуждающиеся в иностранной валюте. Операции в евровалютах не подлежат юрисдикции страны нахождения банка-кредитора, и на них не распространяются денежно-кредитные нормы и ограничения, действующие в этой стране. Операции на еврорынке проводятся в виде краткосрочных (до 18 месяцев) кредитов. Еврорынок состоит из рынка евровалют, рынка евродепозитов, рынка еврокредитов и рынка еврооблигаций.

Еврооблигация – долгосрочная купонная облигация, выпущенная в иной валюте, нежели валюта страны-эмитента. В еврооблигациях содержатся данные о сумме долга, порядке получения процентов и сроках погашения. Обычно гарантированием, выпуском и размещением еврооблигаций занимается международный банковский синдикат. Еврооблигации размещаются одновременно на рынках нескольких стран. Проценты по еврооблигациям выплачиваются без налоговых льгот.

Валютный кризис (кризис платежного баланса) – обострение противоречий в валютной сфере, проявляющееся в резких колебаниях валютных курсов, несбалансированности платежных балансов, перемещениях ссудного капитала.

Кредитный рейтинг – текущая оценка риска неуплаты по конкретным долгам данного заемщика; классификация дебиторов организации, контрагентов эмитентов ценных бумаг или операций с точки зрения их кредитной надежности.

Кризис (от греч. krisis – решение, переломный момент) – глубокое расстройство, резкий перелом, период обострения противоречий в процессе развития какой-либо сферы человеческой деятельности. Кризисы подразделяются на экономические, политические, социальные, экологические и т.д.

Кросс – курс, представляет собой котировку двух иностранных валют, ни одна из которых не является национальной валютой участника сделки, устанавливающего курс, например, курс доллара к иене, установленный банком Англии.

Международная валютная система – система обмена различных национальных валют для урегулирования требований и погашения задолженностей, возникающих в результате внешнеторговых и иных международных финансовых операций.

Международное движение капитала – движение финансовых потоков между кредиторами и заемщиками в различных странах, между собственниками и фирмами, которыми они владеют за рубежом.

Международный валютный фонд – международная организация, предназначенная для регулирования валютно-кредитных отношений между государствами-членами и оказания им финансовой помощи при валютных затруднениях, вызываемых дефицитом платежного баланса, путем предоставления кратко- и среднесрочных кредитов в иностранной валюте.

Номинальный обменный курс – это относительная цена валют двух стран.

Платежный баланс страны – соотношение денежных платежей, поступающих в страну из-за границы, и всех ее платежей за границу в течение определенного периода времени (год, квартал, месяц). В платежном балансе находят стоимостное выражение все внешнеэкономические операции страны. В большинстве стран мира платежный баланс составляется по форме, рекомендованной Международным валютным фондом. Различают: внешнеторговый баланс, баланс услуг и некоммерческих платежей и баланс движения капиталов и кредитов

Реальный обменный курс – это относительная цена товаров, произведенных в двух странах.

Риск – опасность потерь (упущенной выгоды), измеряемых ожидаемой волантильностью (от англ. volatility – «колеблемость», «изменчивость») дохода по инструменту. Исторически фондовый рынок был частично волантилен. Основная цель анализа риска страны – это оценка кредитоспособности страны, т.е. ее будущих экономических и политических возможностей.

Специальные права заимствования (СДР) (*англ.* special drawing rights) – международные платежные и резервные средства, выпускаемые Международным валютным фондом и используемые для безналичных международных расчетов путем записей на специальных счетах и в качестве расчетной единицы МВФ.

Субъекты валютного рынка – транснациональные банки и корпорации, использующие услуги специализированных брокерских фирм, дилеров и агентов по покупке и продаже иностранной валюты.

«Спот»-курс (*англ.* spot) – базовый курс валютного рынка. По нему происходит урегулирование текущих торговых и неторговых операций.

Теория паритета покупательной способности – основа соотношения обмена двух валют, которая связывает динамику валютного курса с изменением соотношения цен в соответствующих странах.

Финансовый кризис – глубокое расстройство государственных финансов под воздействием чрезвычайных обстоятельств (экономических, политических, военных и т.д.), как правило, связанное с экономическим кризисом. Он проявляется в постоянном бюджетном дефиците, инфляции, расстройстве налоговой и кредитной систем.

Финансовая архитектура – охватывает различные учреждения, рынки и те практические меры, которые применяют правительства, предприниматели и отдельные лица при осуществлении экономической и финансовой деятельности.

Форвардный рынок валют – рынок, на котором заключаются сделки на будущую поставку валют по форвардным курсам. При этом платежи также осуществляются в будущем. Форвардный рынок валют позволяет покупателям и продавцам валюты застраховаться от убытков из-за будущего изменения курса валюты.

Форвардный курс (*англ.* forward) – устанавливается участником валютной сделки, которая реально будет осуществлена через определенный период времени в фиксированную дату.

Экономический кризис – значительное нарушение равновесия в хозяйственной системе, часто сопровождающееся потерями и разрывом нормальных связей в производстве и рыночных отношениях, что, в конечном счете, ведет к дисбалансу функционирования экономической системы в целом.

31. Основы международных валютно-финансовых и кредитных отношений: Учебник/ Научн. ред. В.В. Круглов. М.: Изд-во «ИНФРА-М», 2000.

32. *Павлов С.* Валютный рынок. М., 2003.

33. *Пебро М.* Международные экономические, валютные и финансовые отношения / Общ. ред. Н.С. Бабинцевой. М.: Прогресс-Универс, 1994.

34. *Перар Ж.* Управление международными денежными потоками. М., 1998.

35. Россия в системе международных валютно-финансовых и кредитных отношений / Под ред. А.И. Евдокимова, М.С. Воронина. СПб.: СПбГУЭФ, 1999.

36. *Рубцов Б. Б.* Зарубежные фондовые рынки. М., 2003.

37. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты / Ред. В.С. Торкановский. СПб.: АО Комплект, 2001. Гл. 14. Международные рынки финансов и ценных бумаг.

38. *Самуэльсон П., Нордхаус У.* Экономика. 16-е изд. М.; СПб.; Киев: Изд. дом «Вильяме», 2000.

39. *Свиридов О. Ю.* Финансы, денежное обращение, кредит. М.: ИКЦ-Март, 2004.

40. *Смыслов Д. В.* Международные валютно-финансовые отношения России. Проблемы переходного периода. М.: ИМЭМО РАН, 1994.

41. *Суэтин А. А.* Международный финансовый рынок: Учебное пособие. М.: КНОРУС, 2004. Глава 5. Развитие международного рынка капиталов, современное состояние и виды долговых инструментов мирового финансового рынка.

42. *Федоров Б. Г.* Англо-русский толковый словарь валютно-кредитных терминов. М., 1992.

43. Финансовые рынки Санкт-Петербурга. Вып. 3. Подготовлен к 7-му Международному банковскому конгрессу «Глобализация финансовых рынков». СПб.: Ассоциация коммерческих банков С.-Петербурга, 1998.

44. *Федякина С.* Международные финансы. Изд-во «Питер», 2004. Раздел II. Международные финансовые рынки; Глава 6. Евровалютный рынок.

45. *Шавшуков В. М.* Формирование российского сегмента глобальных финансов. СПб.: Изд-во СПбГУ, 2001.

46. *Хэррис Дж.* Международные финансы: Пер. с англ. М.: Изд-во ИИД Филинъ, 1996.

47. *Энг М., Лис Ф., Мауэр Л.* Мировые финансы: Пер. с англ. М.: ДеКа, 1998.

48. *Butler K.* Multinational Finance. Cincinnati: South-Western Publishing,

1997.

49. *Giddy I.* Global financial markets. Lexington, Massachusetts: D.C. Heath and Compsni, 2000.

50. An Introduction to Currency Futures and Options. Chicago Mercantile Exchange, 1999.

51. The International Finance Reader. 3rd Edition. Ed. by R. Kolb. Colorado: Kolb Publishing Company, 1995.

52. The Internationalization of Markets. Ed. by /. Frankel. Chicago: The University of Chicago, 1995.

53. *Kaufman H.* US Financial System: Money, Financial Markets and Institutions. New York, 1995.

54. *Kenen P., Saccomanni F., Papadia F.* International Monetary System. Cambridge University Press, 1995.

55. *Melvin M.* International Money & Finance. 4/e. New York: Harper Collins Economics, 2003.

56. *Sercu P., Uppal L.* International Financial Markets and the Firm. Cincinnati: South-Western Publishing, 1999.

57. *Tucker A., Madura J., Chiang T.* International Financial Markets. St. Paul, New York, 1998.

Интернет-ресурсы:

1. www.forex.com
2. www.thebanker.com
3. www.bankinfo.uz
4. www.uzland.uz
5. www.federalreserve.gov
6. www.peugetufa.ru
7. www.bashexpo.ru
8. www.interunion.ru
9. www.Rambler.ru
10. www.Google.ru
11. www.Yandex.ru
12. www.cer.uz
13. www.boj.or.jp./en/siryo.htm
14. www.bankofengland.co.uk/coreuproses.htm
15. www.bankofengland.co.uk/markets/money/index.htm
16. www.bankofengland.co.uk//markets/forex/index.htm

ДЖАЛАЛОВА И.А.

РЫНОК КАПИТАЛОВ В ПЕРЕХОДНОЙ ЭКОНОМИКЕ

Nashr uchun mas'ul *M. Tursunova*
Muharrir *O. Klyueva*
Musahhih *I. Egamberdiyeva*
Sahifalovchi *Z. Boltayev*

«O'zbekiston faylasuflari milliy jamiyati nashriyoti».
00029, Toshkent shahri, Buyuk Turon ko'chasi, 41-uy.

Terishga berildi 4.10.2006. Bosishga ruxsat etildi 6.11.2006.
Ofset usulida chop etildi. Qog'oz bichimi 60x84 $^1/_{16}$. Shartli bosma tabog'i 12,0. Nashr bosma tabog'i 12,5. Adadi 1000 nusxa.
Buyurtma №73 . Bahosi shartnoma asosida.

MCHJ «Marifat Print» bosmaxonasida chop etildi.
Manzil: Toshkent sh., Chilonzor tumani,
So'galli Ota ko'chasi, 7[a]-uy.

3202-62
65.5 д 73
Э400

