

Л. Н. Федякина

Международные финансы

Серия «Академия финансов»

Кафедра банковского дела Государственного университета Высшей школы экономики
(заведующий кафедрой к. э. н., проф. В. М. Солодков)

Д. В. Смыслов, д. э. н., профессор, ведущий научный сотрудник
Института мировой экономики и международных отношений РАН

Л. Н. Красавина, д. э. н., профессор кафедры мировой экономики
и международных валютно-кредитных отношений Финансовой академии
при Правительстве РФ

Главный редактор

Зам. главного редактора (Москва)

Заведующая редакцией (Москва)

Руководитель проекта

Литературный редактор

Художник

Корректоры

Верстка

Е. Строганова

Е. Журавлёва

С Худякова

А. Никитина

Л. Амелехин

К- Радтян

П. Витька, Л. Макарова, Н. Стенина

В. Каганкоя, О. Сергеева

ББК65.826я7

УДК 339.7(075)

Федякина Л. Н.

Ф35 Международные финансы. — СПб.: Питер, 2005. — 560 с: ил. — (Серия «Академия финансов»).

ISBN 5-469-00399-X

В учебнике подробно изучается структура финансов, поступивших в международный оборот и исполняемых в международных экономических отношениях, во внешнем финансировании национальных экономик в операциях на международных финансовых рынках. Рассматриваются международные финансовые рынки, финансовые потоки между резидентами разных стран, их отношения с международными финансовыми организациями. Анализируется положение и механизмы функционирования стран мира в системе международных финансов, их внешнее финансирование, долги нерезидентам, платежные трудности и способы их урегулирования. Издание подготовлено при содействии Национального фонда подготовки кадров в рамках программы «Совершенствование преподавания социально-экономических дисциплин в вузах» инновационного проекта образования. Учебник предназначен для студентов, обучающихся по экономическим специальностям,

© ЗАО Издательский дом «Питер», 2005

Все права защищены. Никакая часть данной книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме без письменного разрешения владельцев авторских прав.

ISBN 5-469-00399-X

ООо «Питер Принт». 194044, Санкт-Петербург, пр. Е. Сампсониевский, 29а.

Лицензия ИД № 05784 от 07.09.01.

Налоговая льгота - общероссийский классификатор продукции ОК 005-93, том 2; 953005 * литература учебная*

Подписано в печать 29.11.04, Формат 70*100/32, Усл. п. л. 45,15, Тираж 3000 экз. Заказ № 1206.

Отпечатано с готовых диапозитивов в ФГУП «Печатный двор» им. А. М. Горького
Министерства РФ по делам печати, телерадио вещания и средств массовых коммуникаций.
197110, Санкт-Петербург, Чкаловский пр., 15.

Международные финансы

Серия «Академия финансов»

Кафедра банковского дела Государственного университета Высшей школы экономики
(заведующий кафедрой к. э. н., проф. В. М. Солодков)

Д. В. Смыслов, д. э. н., профессор, ведущий научный сотрудник
Института мировой экономики и международных отношений РАН

Л. И. Красавина, д. э. н., профессор кафедры мировой экономики
и международных валютно-кредитных отношений Финансовой академии
при Правительстве РФ

Главный редактор

Зам. главного редактора (Москва)

Заведующая редакцией (Москва)

Руководитель проекта

Литературный редактор

Художник

Корректоры

Верстка

Е. Строганова

Е. Журавлёва

С. Худякова

А. Никитина

Л. Амелехин

К. Райзеевич

Н. Витька, Л. Макарова, И. Степана

В. Каганков, О. Сергеева

ББК 65.826я7

УДК 339.7(075)

Федякина Л. Н.

Ф35 Международные финансы, — СПб.: Питер, 2005. — 560 с: ил. — (Серия «Академия финансов»).

ISBN 5-469-00399-X

В учебнике подробно изучается структура финансов, поступивших в международный оборот и используемых в международных экономических отношениях, во внешнем финансировании национальных экономик, в операциях на международных финансовых рынках. Рассматриваются международные финансовые рынки, финансовые потоки между резидентами разных стран, их отношения с международными финансовыми организациями. Анализируется положение и механизмы функционирования стран мира в системе международных финансов, их внешнее финансирование, долга нерезидентам, платежные трудности и способы их урегулирования. Издание подготовлено при содействии Национального фонда подготовки кадров в рамках программы «Совершенствование преподавания социально-экономических дисциплин в вузах» инновационного проекта образования. Учебник предназначен для студента, обучающихся по экономическим специальностям.

© ЗАО Издательский дом «Питер», 2005

Все права защищены. Никакая часть данной книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме без письменного разрешения владельцев авторских прав.

ISBN 5-469-00399-X

ООО «Питер Принт» 194044, Санкт-Петербург, пр. Б. Сампсониевский, 29а.

Лицензия ИД №05784 от 07.09.01.

Налоговая льгота. — общероссийский классификатор продукции ОК 005-93, том 2; 953005-литература учебная.

Подписано в печать 29.11.04. Формат 1/16. Усл. п. л. 45,15. Тираж 3000 экз. Заказ № 1206.

Отпечатано с готовых диапозитивов в ФГУП «Печатный двор» им. А. М. Горького

Министерства РФ по делам печати, телерадиовещания и средств массовых коммуникаций.

197110, Санкт-Петербург, Чкаловский пр., 15.

Оглавление

Введение.....	11
---------------	----

Раздел I

ФИНАНСОВЫЕ ПОТОКИ И ВНЕШНИЕ ДОЛГИ
В УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛИЗАЦИИ

Глава 1. Этапы развития международных финансов.....	16
1.1. Генезис и становление международных финансов и рынков капитала (XVIII в. — 1914 г.).....	16
1.1.1. Вывоз капитала в эпоху золотого стандарта.....	16
1.1.2. США — чистый импортер капитала и международный должник.....	20
1.2. Кредиты, займы и долги во времена мировых войн (1914-1945).....	21
1.2.1. Первая мировая война и послевоенные годы.....	21
1.2.2. Великие потрясения: экономический кризис 1929 г. и Вторая мировая война.....	23
1.3. Международные финансы в условиях золотого долларового стандарта и фиксированных валютных курсов (1944-1973 гг.).....	25
1.3.1. Промышленно развитые страны: взаимное кредитование и заимствование ...	25
1.3.2. Возрождение и становление международного рынка капиталов.....	27
1.4. Современный период (1971 г. — настоящее время) международного финансирования.....	29
1.4.1. Факторы, повлиявшие на развитие международных финансов в 1970-е гг. ...	29
1.4.2. Либерализация финансовой сферы и структурные изменения в системе международного финансирования.....	31
1.4.3. Финансовые рынки на пороге XXI в.....	34
Выводы.....	38
Термины и понятия.....	39
Вопросы и задания для самопроверки.....	39
Литература.....	40
Глава 2. Глобализация мировой экономики.....	41
2.1. Глобализация — новый этап в развитии интернационализации хозяйственной жизни.....	41
2.1.1. Процесс глобализации мировой экономики: институциональная система, предпосылки и этапы.....	41
2.1.2. Глобализация — качественно новый этап развития мировой экономики.....	43
2.1.3. Роль транснациональных корпораций и банков в развитии глобализации. ...	47
2.2. Структурные сдвиги в мировой экономике.....	51
2.2.1. «Нефтяные шоки» 1970-х гг. и их экономические последствия.....	51
2.2.2. Великобритания — лидер экономических преобразований.....	55
2.2.3. Формирование «новой экономики» США.....	56
2.2.4. Япония: этапы развития.....	60
2.2.5. Основные направления структурных сдвигов в мировом хозяйстве.....	65
Выводы.....	67
Термины и понятия.....	68

Вопросы и задания для самопроверки.....	68
Литература.....	68
Глава 3. Финансовая глобализация и мировая долговая экономика.....	70
3.1. Глобализация финансов и финансовый дефицит.....	70
3.1.1. Финансовая глобализация: понятие, показатели, факторы развития.....	70
3.1.2. Либерализация и дерегулирование финансовых потоков.....	72
3.1.3. Дефицитная экономика, международные финансы, долги нерезидентам: теоретические аспекты.....	74
3.2. Показатели дефицитности национальных экономик.....	81
3.2.1. Сальдо текущего платежного баланса.....	81
3.2.2. Чистая кредитная позиция по балансу сбережений и инвестиций.....	83
3.3. Долговая экономика.....	86
3.3.1. Мировая внешняя задолженность: показатели и объем.....	86
3.3.2. Долговая экономика США.....	92
Выводы.....	96
Термины и понятия.....	96
Вопросы и задания для самопроверки.....	97
Литература.....	97
Глава 4. Теории международного движения капитала.....	98
4.1. Традиционные теории международного движения капитала.....	98
4.1.1. Вывоз капитала в классических и неоклассических теориях.....	98
4.1.2. Неоксйнсианские концепции международного движения капиталов.....	101
4.1.3. Марксистская теория и ее эволюция.....	103
4.2. Современные теории международных потоков капитала.....	104
4.2.1. Теории миграции капиталов между развитыми странами.....	104
4.2.2. Теории и концепции движения капитала в эпоху транснационализации и глобализации.....	107
4.2.3. Международное движение капитала и внешняя задолженность.....	111
Выводы.....	114
Термины и понятия.....	115
Вопросы и задания для самопроверки.....	115
Литература.....	116

Раздел II

МЕЖДУНАРОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Глава 5. Международный валютный рынок.....	118
5.1. Валюты и валютный курс.....	118
5.1.1. Валюты: понятие, виды, конвертируемость.....	118
5.1.2. Валютный курс и паритет покупательной способности валюты.....	119
5.1.3. Валютный курс спот и спрос, на национальную валюту.....	121
5.1.4. Номинальный, реальный и эффективный реальный валютный курс.....	124
5.1.5. Форвардный курс валюты.....	126
5.2. Валютный рынок.....	127
5.2.1. Понятие и инструменты.....	127
5.2.2. Функции валютного рынка.....	129

5.2.3. Структура и участники валютного рынка.....	133
5.2.4. Межбанковский рынок иностранной валюты.....	136
5.3. Валютные риски и их хеджирование.....	138
5.3.1. Форвардные сделки.....	138
5.3.2. Валютные фьючерсы.....	139
5.3.3. Свопы.....	141
5.3.4. Валютные опционы.....	142
5.3.5. Евровалютные займы как способ хеджирования валютных рисков.....	142
5.4. Потоки капиталов и главные валютные рынки.....	143
5.4.1. Общие тенденции развития главных валютных рынков (1980-2000).....	143
5.4.2. Факторы изменения курса доллара в 1980-1995 гг.....	144
5.4.3. Причины роста курса доллара в 1996-1998 гг.....	146
5.4.4. Доллар и евро: борьба за лидерство.....	147
Выводы.....	149
Термины и понятия.....	150
Вопросы и задания для самопроверки.....	150
Литература.....	151
Глава 6. Евровалютный рынок.....	152
6.1. Евровалюты и евровалютные рынки.....	152
6.1.1. Евровалюты: понятие и сущность.....	152
6.1.2. Евровалютные рынки и их особенности.....	153
6.1.3. Мотивация участников евровалютных рынков.....	155
6.1.4. Депозитные инструменты евровалютного рынка.....	156
6.1.5. Процентные ставки испрады.....	157
6.2. Происхождение, развитие, объем евровалютного рынка.....	159
6.2.1. Зарождение и становление евровалютного рынка (1950-1974).....	159
6.2.2. Евровалютные рынки в эпоху нефтяных шоков и долгового кризиса (1974-1989).....	161
6.2.3. Развитие и объем евровалютного рынка в 1990-е гг.....	162
6.3. Евробабки и евровалютный межбанковский рынок.....	163
6.3.1. Конкурентные преимущества евробанковского бизнеса.....	163
6.3.2. Функция финансового посредничества евробанков.....	165
6.3.3. Евровалютный межбанковский рынок.....	167
6.4. Центры евробанковской деятельности.....	168
6.4.1. Особенности евробанковской деятельности.....	168
6.4.2. Крупнейшие центры евробанковской деятельности.....	172
6.4.3. Финансовые и оффшорные банковские центры в развивающихся странах.....	175
Выводы.....	177
Термины и понятия.....	177
Вопросы и задания для самопроверки.....	177
Литература.....	178
Глава 7. Международные банковские кредиты и займы.....	179
7.1. Иностраннный банковский кредит.....	179
7.1.1. Роль банков в международном частном кредитовании.....	179
7.1.2. Организация международной банковской системы.....	180

7.1.3. Национальные особенности международного банковского кредитования США и других развитых стран.....	182
7.1.4. Ограничения и риски в банковском кредитовании нерезидентов.....	188
7.2. Синдицированные еврокредиты.....	191
7.2.1. Преимущества синдицированного еврокредитования.....	191
7.2.2. Организация синдицированных еврокредитов.....	192
7.2.3. Типы и стоимость еврокредитов.....	194
7.2.4. Динамика и масштабы синдицированного еврокредитования.....	197
Выводы.....	199
Термины и понятия.....	200
Вопросы и задания для самопроверки.....	200
Литература.....	201
Глава 8. Международный рынок долговых ценных бумаг.....	202
8.1. Долговые ценные бумаги; виды, эмитенты, инвесторы.....	202
8.1.1. Инструменты долгового денежного рынка.....	202
8.1.2. Инструменты и эмитенты долгосрочного рынка долговых ценных бумаг.....	204
8.1.3. Инвесторы долгосрочного рынка долговых ценных бумаг.....	206
8.2. Международные долговые ценные бумаги.....	208
8.2.1. Международный рынок облигаций.....	208
8.2.2. Иностранные облигации.....	208
8.2.3. Евровалютные долговые ценные бумаги.....	209
8.2.4. Процедура выпуска еврооблигаций.....	212
8.3. Глобальные и международные рынки долговых ценных бумаг.....	214
8.3.1. Динамика, структура, объем глобального рынка облигаций.....	214
8.3.2. Рынок еврооблигаций.....	217
8.3.3. Правительственные ценные бумаги: преимущества и роль на финансовых рынках.....	219
8.4. Главные рынки долговых ценных бумаг.....	221
8.4.1. Рынок долговых ценных бумаг США.....	222
8.4.2. Рынок долговых ценных бумаг Великобритании.....	224
8.4.3. Структурные изменения на европейском рынке долговых ценных бумаг.....	225
8.4.4. Япония: рост правительственного долга.....	229
Выводы.....	233
Термины и понятия.....	234
Вопросы и задания для самопроверки.....	234
Литература.....	234
Глава 9. Мировой рынок акций.....	236
9.1. Биржевая торговля акциями.....	236
9.1.1. Инструменты, эмитенты, инвесторы рынка акций.....	236
9.1.2. Институциональная система биржевой торговли акциями.....	239
9.1.3. Международные акции.....	244
9.2. Факторы динамики капитализации рынка акций.....	247
9.2.1. Динамика и объем мирового рынка акций.....	247
9.2.2. Курсовая стоимость акций и фондовые индексы.....	249
9.2.3. Показатели доходности акций.....	254

9.2.4. Приватизация государственной собственности.....	254
9.2.5. Слияния и поглощения компаний.....	257
9.3. Главные рынки акций.....	259
9.3.1. Соотношение сил между основными конкурентами.....	259
9.3.2. Рынок акций США.....	260
9.3.3. Рынок акций Великобритании.....	264
9.3.4. Японский рынок акций.....	266
Выводы.....	267
Термины и понятия.....	268
Вопросы и задания для самопроверки.....	268
Литература.....	269
Глава 10. Рынок финансовых деривативов.....	270
10.1. Финансовые деривативы: основные понятия.....	270
10.1.1. Определение, классификация, функции.....	270
10.1.2. Факторы, воздействующие на рынок деривативов.....	272
10.2. Рынок форвардов.....	274
10.2.1. Форвардная сделка и ее особенности.....	274
10.2.2. Классификация форвардов.....	275
10.3. Финансовые фьючерсы.....	276
10.3.1. Общая характеристика фьючерсного рынка.....	276
10.3.2. Вилы фьючерсов.....	279
10.4. Опционы на финансовые активы.....	282
10.4.1. Особенности и функции опционов.....	282
10.4.2. Вилы опционов.....	283
10.5. Свопы.....	288
10.5.1. Общая характеристика.....	288
10.5.2. Валютные и процентные свопы.....	288
10.6. Кредитные деривативы.....	289
10.6.1. Особенности рынка кредитных деривативов.....	289
10.6.2. Современные тенденции развития кредитных деривативов.....	291
10.7. Глобальный рынок финансовых производных инструментов.....	292
10.7.1. Структура глобального рынка деривативов.....	292
10.7.2. Внебиржевая торговля деривативами.....	293
10.7.3. Биржевая торговля.....	294
Выводы.....	296
Термины и понятия.....	297
Вопросы и задания для самопроверки.....	297
Литература.....	297

Раздел III

РАЗВИВАЮЩИЕСЯ СТРАНЫ: ВНЕШНЕЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ, ДОЛГИ, КРИЗИСЫ

Глава II. Международное финансирование развития.....	300
11.1. Теории и модели финансирования развития.....	300
11.1.1. Вывоз капитала в отсталые страны в теориях английских классиков и марксистов.....	300

11.1.2. Экономические модели помощи развитию и снижения внешнего долга	301
11.1.3. Теории партнерства	306
11.1.4. Японская модель торгово-направленных прямых иностранных инвестиций	307
11.2. Глобальные концепции развития	309
11.2.1. Концепции перестройки международного разделения труда	309
11.2.2. Международная стратегия развития ООН	312
11.3. Международное финансирование развивающихся стран и государств с переходной экономикой	316
11.3.1. Эволюция официального и частного финансирования	316
11.3.2. Институциональная система, структура, объем официального финансирования развития	322
11.3.3. Официальная помощь развитию стран — членов ДАК	323
11.3.4. Официальное кредитование экспорта	326
11.3.5. Многостороннее финансирование развития	327
Выводы	328
Термины и понятия	330
Вопросы и задания для самопроверки	330
Литература	331
Глава 12. Стратегии экономического развития (1950–1970 гг.)	332
12.1. Импортозамещающая индустриализация догоняющего типа	332
12.1.1. Генезис стратегии развития промышленности	332
12.1.2. Импортозамещающая индустриализация: возможности и ограничения	335
12.2. Экспорториентированные модели развития	339
12.2.1. Латиноамериканская модель развития промышленного экспорта: концептуальные подходы и их реализация	339
12.2.2. Азиатская экспорториентированная модель развития и результаты ее применения	342
Выводы	350
Термины и понятия	351
Вопросы и задания для самопроверки	351
Литература	352
Глава 13. Международный долговой кризис	353
13.1. Предпосылки долгового кризиса	353
13.1.1. Сокращение притока иностранной валюты	353
13.1.2. Рост банковской задолженности — ухудшение структуры внешнего долга	355
13.2. Возникновение и развитие долгового кризиса	358
13.2.1. Причины возникновения долгового кризиса	358
13.2.2. Дифференциация развивающихся стран по долговому фактору	361
13.2.3. Структура и динамика внешних долгов и платежей	366
13.3. Планы и практика преодоления долгового кризиса	372
13.3.1. Первый этап управления кризисом (1982 — октябрь 1985 г.)	372
13.3.2. План Бейкера и другие (октябрь 1985 — март 1989 г.)	375
13.3.3. Антикризисные концепции и программы стран-должников	380
Выводы	384
Термины и понятия	385

Вопросы и задания для самопроверки	385
Литература	386
Глава 14. Урегулирование внешней задолженности	387
14.1. Формирование современной системы урегулирования внешней задолженности	387
14.1.1. Новые подходы к решению долговой проблемы	387
14.1.2. План Брейди	389
14.1.3. Способы снижения долгов и платежей	392
14.1.4. Программы снижения долговой нагрузки беднейших стран	397
14.1.5. Методы урегулирования платежных трудностей стран с переходной экономикой	403
14.2. Институционально-структурные преобразования в развивающихся странах	408
14.2.1. От госкапитализма к рынку	408
14.2.2. Приватизация промышленности и кредитно-банковской сферы	409
14.2.3. Мероприятия макроэкономической стабилизации	414
14.2.4. Региональные и национальные особенности экономических реформ 1990-х гг.	417
" * 14.2.5. Содействие Всемирного банка в проведении реформ	422
Выводы	424
Термины и понятия	426
Вопросы и задания для самопроверки	426
Литература	427
Глава 15. Формирующиеся финансовые рынки	428
15.1. Особенности финансовых рынков стран развивающихся и с переходной экономикой	428
15.1.1. Формирующиеся рынки: качественные характеристики, условия возникновения и развития	428
15.1.2. Внешнее рыночное финансирование: динамика и объем	431
15.2. Сегменты формирующихся рынков	433
15.2.1. Рынки ценных бумаг	433
15.2.2. Банки в системе формирующихся рынков	437
15.2.3. Вторичный рынок банковских кредитов	442
15.2.4. Специфика исламских банков	444
15.3. Валютно-финансовые кризисы 1990-х гг.	445
15.3.1. Особенности валютно-финансовых кризисов в Мексике и Бразилии	445
15.3.2. Азиатский валютно-финансовый кризис	449
15.3.3. Посткризисная консолидация финансового сектора	453
Выводы	456
Термины и понятия	457
Вопросы и задания для самопроверки	458
Литература	458

Раздел IV

РОССИЯ В СИСТЕМЕ МЕЖДУНАРОДНЫХ ФИНАНСОВ

Глава 16. Внешнее финансирование и долги России	460
16.1. Особенности финансового положения России в переходный период	460
16.1.1. Проблемы и трудности начального этапа переходного периода	460

16.1.2. Активы и обязательства бывшего СССР по иностранным кредитам.....	466
16.1.3. Задолженность иностранных государств перед Россией.....	468
16.1.4. Россия — чистый экспортер капитала и международный кредитор.....	473
16.2. Потребности и масштабы внешнего финансирования.....	478
16.2.1. Финансовые дефициты, долги и платежи нерезидентам.....	478
16.2.2. Официальное финансирование российской экономики.....	482
16.2.3. Урегулирование внешней задолженности России.....	488
Выводы.....	492
Термины и понятия.....	493
Вопросы и задания для самопроверки.....	493
Литература.....	493
Глава 17. Финансовый рынок России.....	495
17.1. Российский финансовый рынок: объем, структура, функции.....	495
17.1.1. Зарождение финансовой инфраструктуры и финансового рынка России ...	495
17.1.2. Макроэкономическая эффективность российского финансового рынка ...	498
17.2. Валютный рынок.....	501
17.2.1. Валютный курс и валютная политика.....	501
17.2.2. Валютные биржи и валютные сделки.....	504
17.2.3. Биржевой и межбанковский валютный рынок.....	505
17.2.4. Срочные валютные сделки.....	506
17.3. Банковский сектор России.....	507
17.3.1. Этапы развития банковской системы.....	507
17.3.2. Участие иностранного капитала в российских банках.....	510
17.4. Государственные ценные бумаги: эмитенты и инструменты.....	512
17.4.1. Возникновение российского рынка государственных и муниципальных пенных бумаг.....	512
17.4.2. ГКО/ОФЗ — инструменты обслуживания внутреннего государственного долга России.....	514
17.4.3. Реструктуризация валютных займов бывшего СССР.....	519
17.4.4. Еврооблигации правительства и субъектов РФ.....	520
17.5. Рынок корпоративных ценных бумаг.....	522
17.5.1. Рынок акций российских предприятий.....	522
17.5.2. Облигации приватизированных предприятий.....	526
17.5.3. Ценные бумаги коммерческих банков.....	527
17.6. Рынок деривативов.....	530
17.6.1. Особенности российского рынка деривативов.....	530
17.6.2. Биржевая и внебиржевая торговля деривативами в 1992-1998 гг.....	532
17.6.3. Рынки деривативов на валюту и ценные бумаги.....	533
17.6.4. Российский рынок деривативов в посткризисный период.....	534
Выводы.....	536
Термины и понятия.....	538
Вопросы и задания для самопроверки.....	538
Литература.....	539
Глоссарий.....	541
Список таблиц.....	558

Введение

Предметом изучения курса «Международные финансы*» являются финансы, поступившие в международный оборот и используемые резидентами в экономических отношениях с остальным миром (с нерезидентами). Международные финансы используются в международных экономических отношениях, внешнем финансировании национальных экономик. Международные финансы обеспечивают экономические связи между резидентами разных стран и их сотрудничество; отношения резидентов с международными кредитными организациями, многосторонними банками и фондами в качестве доноров/кредиторов или реципиентов/заемщиков; операции юридических и физических лиц на международных финансовых рынках, которые позволяют кредиторам/инвесторам получать доход; заемщикам/эмитентам — дополнительные финансовые ресурсы, участникам рынков — осуществлять хеджирование, спекуляции и арбитраж.

Международные финансы являются составной частью мировых (глобальных) финансов, преобладающую часть которых образуют внутренние финансы. Грань между внутренними и международными финансами в современных условиях легко преодолима, особенно для стран со свободно конвертируемой валютой. В состав международных финансов входят финансовые средства международных и региональных кредитных организаций; финансы, обращающиеся на международных финансовых рынках и обслуживающие отношения резидентов разных стран. К международным финансам относятся и вложения резидентов в международные ценные бумаги собственного правительства или национальных корпораций, инвестиции нерезидентов во внутренние ценные бумаги и т. п.

По кредитуру международные финансы подразделяются на частные и официальные. К частным относятся собственные или заемные финансовые ресурсы, предоставляемые банками, корпорациями и другими частными структурами нерезидентам на рыночных условиях или посредством прямого транснационального инвестирования. Рыночные финансы привлекаются с международных рынков капитала (валютных, евровалютных, банковского кредита, долговых ценных бумаг и акций), которые аккумулируют свободные средства, перераспределяют их, обеспечивают их хеджирование, а также спекуляции на рынках деривативов и арбитраж. К официальным финансам относятся финансы иностранных государственных структур и международных организаций, предоставленные принимающим странам на льготных, нерыночных условиях.

Доля официальных ресурсов в составе международных финансов незначительна, но для многих стран развивающихся и с переходной экономикой официальные кредиты и помощь служат основным источником внешнего финансирования. Более того, получение кредитов Международного валютного фонда (МВФ) и Всемирного банка открывает им доступ на международные рынки капитала. Основу официальных ресурсов, поступающих в страны-реципиенты, помимо государственных экспортных кредитов, составляет официальное финансирование развития. На особо льготных условиях поступает официальная помощь развитию, которую предоставляют правительства развитых и некоторых других стран, а также международные и региональные организации.

Привлечение международных официальных ресурсов оказывает существенное и даже определяющее воздействие на стратегию развития принимающих стран. Официальное финансирование направлено на развитие рынка, на укрепление частного сектора. Предоставление кредитов МВФ, МБРР обусловлено принятием и осуществлением стабилизационных и структурных программ, нацеленных на разгосударствление, ускоренную либерализацию внешнеэкономической деятельности, открытие рынков товаров, услуг, капитала, технологий, унификацию хозяйственных систем и т. п.

Международные финансы могут принимать кредитные и не кредитные формы; они могут быть рыночными (торгуемыми) и нерыночными. Кредитные средства в значительной мере преобладают в составе международных финансов. Они предоставляются на определенный срок с целью получения дохода. Обратная сторона международного кредита — долговые обязательства перед кредиторами, которые подлежат своевременному текущему обслуживанию в виде выплаты амортизации и процентов и окончательному погашению в согласованный срок. Кредитные формы движения официального капитала выступают в виде кредитов и займов иностранных государств и международных организаций.

Частное зарубежное кредитование осуществляют частные банки и другие финансовые организации, а также нефинансовые структуры (фирмы) из собственных или заемных средств. К кредитным формам частного финансирования относятся заимствования на рынках краткосрочного и долгосрочного капитала посредством получения банковских кредитов, преимущественно синдицированных, а также эмиссии (выпуска) долговых ценных бумаг на международных рынках и продажи внутренних долговых ценных бумаг нерезидентам.

Международное финансирование может также принимать формы, не образующие долговых обязательств по отношению к кредитору (инвестору). Такое финансирование осуществляется посредством прямых зарубежных инвестиций, осуществляемых в основном ТНК, портфельных инвестиций в акционерный капитал иностранных предприятий без права контроля или эмиссии корпоративных акций на международных рынках.

Международные финансы подразделяются на рыночные и нерыночные. Официальные финансы, а также корпоративные финансы, вывезенные в зарубежные страны посредством прямого инвестирования, не поступают на рынок и не торгуются. Рыночные международные финансы — это финансы государственных и частных структур стран мира, изъятые из обращения на внутренних рынках и помещенные на международные финансовые рынки посредством депонирования временно свободных средств в иностранные и евробанки, покупки международных долговых и долевых (акций) ценных бумаг, а также деривативов. Рыночные международные финансы предоставляются (привлекаются) на рыночных условиях, соответствующих кредитному рейтингу страны-реципиента.

В последние 25-30 лет, особенно с 1990-х гг., международные финансы стали главной движущей силой интернационализации и глобализации мировой экономики. По темпам роста они многократно превосходят мировой валовой продукт и экспорт товаров и услуг. Развитие международных финансов стимулируется усилением неравномерности их распределения между странами, неуравновешенностью

платежных балансов по текущим и **капитальным** операциям, увеличением международной ликвидности, либерализацией финансовых **рынков**.

В условиях глобализации экономики и финансов абсолютное большинство стран мира стали чистыми должниками, имеющими стабильное превышение международных обязательств над активами. Во многих странах сформировались экономики с хроническими дефицитами по текущим расчетам и по бюджетам, с нехваткой национальных сбережений для осуществления внутренних инвестиций, реформирования экономики, выполнения долговых обязательств по внешним заимствованиям.

Актуальность углубленного изучения международных финансов обусловлена интенсификацией процесса глобализации и интеграции финансовых рынков, фундаментальными изменениями в этой области в связи с либерализацией рынков капитала, развитием финансовой инфраструктуры на базе современных интернет-технологий, возрастанием роли международных финансов в мировом развитии. Она диктуется тем обстоятельством, что российские государственные и корпоративные эмитенты (заемщики) вышли на международные рынки капиталов, нерезиденты активизируются на российском финансовом рынке; отношения России с международными официальными кредиторами (МВФ, МБРР) вступили в новую фазу в связи с достижением бюджетного профицита и высокими инвалютными резервами.

Содержание учебного пособия позволяет получить представление о современной системе международных финансов, об их роли в современной экономике, о механизмах формирования и функционирования, о способах их привлечения в национальные экономики и последствиях их использования с учетом интересов и проблем России и других стран догоняющего типа развития с развивающимися (формирующимися) финансовыми рынками.

Помимо вопросов и тем, составляющих основу зарубежных учебников по «Международным финансам»¹, — международные финансовые рынки и управленческие риски, ТНК и прямое инвестирование, международные слияния и поглощения, международный долговой кризис и др., — рассматриваются положение стран мира (по группам и отдельно) в системе международных финансов, особенно стран развивающихся и с переходной экономикой, механизмы внешнего официального и частного финансирования, особенности нарождающихся и развивающихся финансовых рынков.

Углубленно анализируются проблемы внешней задолженности, структурные и иные причины накопления внешних долгов, методы урегулирования долговых обязательств стран с платежными трудностями. Рассматриваются причины возникновения и развития долговых и валютно-финансовых кризисов; концепции и практика их преодоления; методы макроэкономической стабилизации и системно-структурные преобразования, направленные на укрепление международной платежеспособности стран-должников.

Большое внимание уделено изучению российских проблем, связанных с международным финансированием, кредитной и дебиторской задолженностью, фор-

¹ См., напр.: Clark E. International Finance. 2-nd ed. — L.; Thompson, 2002.

мированием рынка капиталов. Российский финансовый рынок рассматривается как формирующийся сегмент глобального финансового рынка, призванный аккумулировать и перераспределять внутренние и внешние финансовые ресурсы, обеспечивать кредиторам/инвесторам сохранность их средств и получение дохода, направлять поток капитала в реальную экономику. Изучаются общие тенденции развития и особенности российского финансового рынка, его макроэкономическая эффективность, объем, структура, сегменты; формы и масштабы участия нерезидентов в российском финансовом секторе, а также операции российских государственных и частных структур на международных финансовых рынках.

Учебное пособие подготовлено на основе разработанного и читаемого автором курса «Международные финансы» в магистратуре Российского университета дружбы народов.

Раздел I

ФИНАНСОВЫЕ ПОТОКИ И ВНЕШНИЕ ДОЛГИ В УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛИЗАЦИИ

Изучается развитие международных финансов и становление финансовых рынков (внутренних, национальных, международного, глобального) на фоне эволюции международной валютной системы. Особое внимание уделяется анализу периода золотого стандарта, его механизмам, масштабам экспорта-импорта капитала, спекулятивным валютным атакам и кризисам платежей по внешним обязательствам; рассматривается положение США на международном рынке капиталов. Выделяется сложный период войн и Великой депрессии (1914-1945), нестабильности валютной системы, несбалансированности международных расчетов и развития клиринга, превращения США в крупнейшего международного кредитора.

Уделяется внимание изучению международного кредитования и заимствования в условиях бреттон-вудской золотодевизной валютной системы, фиксированных валютных курсов и обратимости доллара в золото, укрепления западноевропейских валют и иены. Выявляются причины восстановления международного рынка ссудных капиталов, возникновения евровалют, евровалютных кредитных рынков. Изучается комплекс факторов, определивших состояние международных финансов и финансовых рынков после отмены фиксированных валютных курсов, либерализации финансовой сферы, внедрения новейших технологий.

1.1. Генезис и становление международных финансов и рынков капитала (XVIII в. — 1914 г.)

1.1.1. Вывоз капитала в эпоху золотого стандарта

Привлечение зарубежных ресурсов, заимствования у иностранных правительств и частных лиц, а также проблемы, связанные с погашением долговых обязательств, уходят в глубь веков. До XIX в. внешние межгосударственные заимствования и долги иностранным государствам были связаны в основном с войнами. Возникновение и развитие частного зарубежного кредита (займа) были вызваны развитием международной торговли. Масштабное привлечение международных финансов на цели развития инфраструктуры и производства относится к эпохе золотого стандарта (1870-1914), хотя долговые ценные бумаги, как средство привлечения зарубежных средств на покрытие внутренних потребностей, появились значительно раньше. Уже в XVIII в. для заимствований на внутреннем рынке и у нерезидентов активно использовались государственные и частные долговые ценные бумаги.

В результате бесконечных войн европейские страны, особенно Англия и Франция, имели огромные государственные долги, которые покрывались эмиссией

долговых ценных бумаг. Государственные долговые ценные бумаги приобретались не только местными, но и иностранными кредиторами. Бернский кантон, например, по свидетельству А. Смита, получал значительный доход на английские и французские правительственные ценные бумаги, принимая на себя серьезные риски. Риски могли возникнуть из-за ненадежности займа, недобросовестности правительства-эмитента, из-за войны с нацией-должником, которая в условиях войны может конфисковать фонды кредитора.

Но и в мирные времена осуществлялся экспорт/импорт капитала. Первые потоки капиталов обращались между европейскими странами и направлялись в их колонии еще в период первоначального накопления капитала. В XIX в., особенно во второй его половине, происходило бурное развитие международного кредита, банковской и биржевой системы, рынка ценных бумаг. Оно стимулировалось ускоренным развитием промышленного производства, расширением международной торговли, созданием и активизацией деятельности картелей и синдикатов, нерегулируемым вывозом/ввозом капитала, свободной обратимостью валют основных стран по золотому паритету. В международных потоках капитала доминировали английские, французские, немецкие инвестиции в облигации стран-заемщиков.

В XIX в. Лондон являлся мировым центром выпуска облигационных займов, а английские банки и инвестиционные компании господствовали в мировых финансах. Вывоз капитала из Великобритании с 1869-1879 до 1909-1913 гг. увеличился в 5,4 раза и к 1913 г. превысил внутренние капиталовложения почти на $\frac{1}{3}$. Главной причиной, выталкивающей капитал из страны, были более высокие доходы на вложения капитала за рубежом. Накануне Первой мировой войны имитированные в иностранных государствах и в колониях облигации значительно превосходили по доходности внутренние французские и английские ценные бумаги.

Международная миграция капиталов достигла масштабных величин в эпоху золотого стандарта (1870-1914), чему способствовали свободная обратимость валют и отсутствие государственного контроля. Золотой стандарт был введен в Великобритании в 1816 г., в США он начал действовать с 1837 г., в Германии — с 1875 г., во Франции — с 1878 г., в России рубль стал золотым в 1895-1897 гг. Начало эпохе всеобщего золотого стандарта было положено в 1867 г., когда он получил официальное признание стран-участниц Парижского соглашения.

Золотой стандарт — это международная валютная система, основанная на официальном закреплении золотого содержания в единице национальной валюты с обязательством центральных банков свободно покупать и продавать национальную валюту в обмен на золото. Каждая страна, принявшая систему золотого стандарта, устанавливала золотое содержание своей национальной валюты и потенциально была готова покупать/продавать любое количество золота по этой цене. Количество бумажных денег, таким образом, зависело от золотого содержания национальной денежной единицы и официального золотого запаса страны.

Стоимость одной национальной денежной единицы страны в золоте фиксировалась; это называлось золотомонетным паритетом. При золотом стандарте валютные курсы могли колебаться выше или ниже золотомонетного паритета незначительно, так как пределы колебаний (золотые точки) определялись стоимостью транспортировки количества золота, содержавшегося в одной денежной

единице, между двумя валютными центрами. Перевозка золота в размере одного доллара из Нью-Йорка в Лондон стоила 3 цента. Таким образом, валютный курс доллара по отношению к фунту стерлингов мог быть выше или ниже на 3 цента.

Например, было установлено, что 1 ф. ст. = 113,0016 гр. золота¹; 1 долл. - 23,22 гр. золота; 1 ф. ст. - 113,0016 гр.: 23,22 гр. - 4,87 долл. Пределы колебаний валютного курса доллара по отношению к фунту стерлингов составляли транспортные расходы по перевозке золота в весе 1 долл. из Нью-Йорка в Лондон — 3 цента. Доллар мог снизиться по отношению к фунту до 4,90 долл./1 ф. ст. (золотая точка экспорта) или подняться до 4,84 долл./1 ф. ст. (золотая точка импорта); пределы колебаний доллара к фунту (между двумя золотыми точками) составили 4,84-4,90 долл./1 ф. ст.

Валютный курс определялся спросом и предложением внутри золотых точек. Выход валютного курса за пределы золотых точек предотвращался переливом золота. Если валютный курс снижался ниже золотой точки (в нашем примере ниже 4,90 долл./1 ф. ст.), то происходил отток золота из Нью-Йорка в Лондон, где можно дешевле купить английские фунты за золото. И наоборот, если курс доллара по отношению к фунту стерлингов превышал 4,84 долл./1 ф. ст., то начинался приток золота в США.

В условиях золотого стандарта приток/отток золота уравнивал валютные курсы и платежные балансы. Механизм регулирования при золотом стандарте представлял собой, по сути, механизм урегулирования платежных балансов посредством притока/оттока золота. При золотом стандарте денежная масса состояла из золота и бумажных денег, которые обменивались на золото. Следовательно, объем денежной массы будет сокращаться в стране с отрицательным платежным балансом и увеличиваться в стране с активным сальдо платежного баланса.

При отрицательном сальдо платежного баланса золото уходило из страны в счет покрытия дефицита. В этом случае денег становилось меньше на сумму дефицита, деньги дорожали и цены снижались. Низкие цены стимулировали экспорт товаров из дефицитной страны и сдерживали их импорт. В результате до тех пор, пока не будет устранен дефицит платежного баланса, страна будет поощрять экспорт товаров и снижать их импорт. При положительном сальдо платежного баланса происходил приток золота, цены росли, увеличивался импорт товаров, сокращался их экспорт.

В 1870-1914 гг. вывоз капитала из Великобритании поднимался до 7-9 % ВВП, импорт в Канаду в 1910-1913 гг. - до 14 % ВВП. В ряде принимающих стран роль иностранного капитала в экономике была весьма значительной, а в отдельных случаях и определяющей. Иностранный капитал во внутренних инвестициях, например, Канады и Новой Зеландии составлял около $\frac{1}{3}$, в Австралии и Швеции — $\frac{1}{4}$. Чистый совокупный вывоз капитала из Великобритании, Германии и Франции за 1874-1913 гг. увеличился в 6 раз и составил более 30 млрд долл. В 1913 г. эти страны-экспортеры держали 80 % ценных бумаг, выпущенных странами-эмитентами. Долгосрочные инвестиции ведущих стран мира, в которых преобладали портфельные инвестиции (в вывозе из Великобритании - 90 %), оценивались в 1914 г. в 44 млрд долл.

¹ 1 гран - 0,0648 г.

В эпоху золотого стандарта нарушения обязательств по внешним долгам, а именно — просрочки платежей, прекращение платежей (дефолты), финансовые и банковские кризисы, спекулятивные атаки, были довольно распространенным явлением. В 1890-е гг. дефолт по внешним долгам объявляли Турция, Перу, Египет, Аргентина, Греция, Бразилия. В США финансовые кризисы произошли в 1873 г. и в 1907 г., спекулятивные атаки — в 1894-1896 гг.; в Канаде банковский кризис случился в 1907 г. Причины платежных трудностей были разными. Дефолт в Бразилии, например, был результатом падения мировых цен на кофе; причиной дефолта в Турции стал фискальный дефицит, который покрывался внешними займами. Долговые кризисы и банкротства в Аргентине, Греции, Египте произошли из-за непосильных платежей по внешним долгам.

Времена золотого стандарта можно рассматривать как первый период финансовой глобализации, ибо международное движение капиталов достигло огромных величин по сравнению не только с предыдущими, но и с последующими периодами. Масштабность вывоза/ввоза капитала, измеренная отношением сальдо текущего платежного баланса к ВВП, отношением экспорта/импорта к ВВП, удельным весом иностранного капитала во внутренних инвестициях, в 1880-1914 гг. была выше, чем в 1990-е гг. В частности, отношение сальдо текущих платежных балансов к ВВП составило 3,3 %, в 1990-х гг. — 2,6 %. По отдельным странам эти показатели были существенно выше. Вывоз капитала во времена золотого стандарта, помимо его масштабности, характеризовался следующим.

- » Четкое деление стран-участниц на экспортеров и импортеров; высокая концентрация — почти весь экспорт капитала осуществляли три страны (Великобритания, Германия, Франция), остальные страны были импортерами капитала с нарождающимися (*emerging*) финансовыми рынками. Страны-экспортеры практически не привлекали иностранный капитал, и встречных потоков капитала, что характеризует современный этап его развития, практически не было.
- В международных финансовых потоках на принимающие рынки преобладали портфельные инвестиции, которые в вывозе капитала из Великобритании составляли 90 %, прямые иностранные инвестиции равнялись 10 %.
- За рассматриваемый период произошли существенные изменения в структуре и составе заемщиков на рынке капитала. В 1870 г. 60 % заимствований на лондонском рынке приходились на правительственные займы, к 1914 г. их доля снизилась до 30 %, соответственно доля частных заемщиков поднялась до 70 %.
- * Подавляющая часть заимствований носила долгосрочный характер и направлялась на финансирование инфраструктурных проектов; строительство железных дорог ($\frac{1}{2}$), портовых сооружений, коммуникаций, — что было связано с расширением внутренних рынков и международной торговли.
- Большое распространение получила система кросс-листинга, т. е. обращение ценных бумаг эмитентов одних стран на рынках других стран, а также операции иностранцев на рынках ценных бумаг. Английские банки открывали свои отделения в США и работали на американском рынке капиталов; американские банки выходили на английский рынок.

- « Внедрение новейших средств коммуникации: в частности, был проложен трансатлантический кабель между Европой и Америкой в 1866 г., что позволило наладить постоянный обмен котировками ценных бумаг.
- Становление фондовых бирж, которые выступали основными торговыми площадками по ценным бумагам. Фондовые биржи аккумулировали значительную часть ликвидности, поставляли информацию о ценах (курсах) торгуемых ценных бумаг, определяли правила торговли, осуществляли процедуру клиринга и расчетов, выступали в известном смысле гарантами при расчетах.
- Расширился внебиржевой рынок, возрастала роль коммерческих и инвестиционных банков, которые выступали организаторами торговли ценными бумагами между клиентами банков.
- » Импортёры капитала использовали заемные средства для пополнения официальных золотовалютных резервов, объем которых возрос за период золотого стандарта в 3 раза, России и Бельгии — в 4 раза.
- Кредиторами выступали частные юридические и физические лица, а заемщиками были правительства, а также железнодорожные и некоторые другие частные компании под гарантию правительства.
- Перемещение капиталов между странами регулировалось рыночными факторами. Сочетание одних факторов выталкивало капитал из страны-экспортера (*push*), сочетание других факторов привлекало капитал в принимающую страну (*pull*). Перенакопление капитала в стране-экспортере проявлялось в его удешевлении, т. е. в снижении процентной ставки. Это выталкивало капитал из страны с избыточным капиталом в страны, испытывающие его острую нехватку и готовые платить за него высокую цену (проценты, дивиденды и прибыли).
- В периоды высокого спроса на капитал в странах-экспортерах и недостаточного его притока в принимающие страны восполнение недостающего капитала осуществлялось доходами от экспорта отраслей, ранее созданных с помощью иностранного капитала. Такая модель взаимодействия стран-экспортеров и импортеров капитала иногда давала сбой.

1.1.2. США — чистый импортер капитала и международный должник

С начала своей истории и до Первой мировой войны США были чистым импортером капитала и нетто-должником с неизменным положительным сальдо по балансу международных активов (с минусом) и обязательств (с плюсом), т. е. но чистой внешней задолженности. Хозяйственное развитие Северной Америки финансировалось европейскими колонизаторами. После получения независимости в 1783 г. приток в США европейских капиталов, особенно английских, резко возрос. За счет зарубежного капитала, поступавшего в основном путем приобретения иностранцами ценных бумаг штатов и отдельных компаний, развивались в США банковская сеть, инфраструктура, строительство железных дорог, каналов, мостов, а также осуществлялось освоение Запада.

Пик притока иностранного капитала в США пришелся на годы после Гражданской войны (1866-1873) и составил 2,5-3,0 % ВВП, внешний долг равнялся

ся 25 % ВВП. В 1869 г. чистая (сбалансированная) внешняя задолженность превысила 1 млрд долл.; в 1896 г. она достигла максимума для XIX в. — 3,3 млрд долл.; в 1900 г. снизилась до 2,5 млрд долл. В эпоху золотого стандарта США пережили два финансовых кризиса (в 1873 и в 1907 гг.) и несколько спекулятивных атак в 1894-1896 гг. К началу Первой мировой войны США оставались чистым должником с превышением пассивов над активами в 2 раза.

В 1914 г. активы частного сектора США по зарубежным инвестициям составляли 3,5 млрд долл., в том числе прямые инвестиции за рубежом равнялись 2,6 млрд долл., портфельные инвестиции — 0,9 млрд долл. Обязательства (пассив) США по иностранным инвестициям в том же году оценивались в 7,2 млрд долл., в том числе объем портфельных инвестиций равнялся 5,4 млрд долл., прямых иностранных инвестиций — 1,3 млрд долл.; краткосрочные долги, включая государственные ценные бумаги, составляли 0,5 млрд долл. Таким образом, уже в тот период американские корпорации предпочитали прямое зарубежное инвестирование, в то время как корпорации других стран, в основном европейских, продолжали действовать на рынке американских ценных бумаг.

1.2. Кредиты, займы и долги во времена мировых войн (1914-1945)

1.2.1. Первая мировая война и послевоенные годы

Первая мировая война (1914-1919) сопровождалась глубокими потрясениями мировой экономики, в особенности денежно-кредитной сферы. Практически во всех странах эмиссионные банки прекратили размен банкнот на золото и перешли к выпуску неразменных знаков стоимости, предназначенных прежде всего для покрытия огромных бюджетных дефицитов, вызванных военными расходами. Установившаяся во второй половине XIX в. денежная система золотого монометаллизма, основанная на свободном размене банкнот на золото, прекратила свое существование. Доля золотого компонента в денежном обращении промышленно развитых стран понизилась в 1928 г. до 5 % (в 1913 г. — 31 %), монетарное золото ушло из частного сектора в государственные резервы.

Во время Первой мировой войны большинство государств ввело торговые и валютные ограничения, значительные зарубежные инвестиции были безвозвратно утрачены. Острая нехватка ликвидных ресурсов, военного снаряжения и потребительских товаров способствовала увеличению внешних заимствований. В отличие от большинства промышленно развитых стран, США за годы войны превратились в чистого международного кредитора. За 1914-1919 гг. иностранные инвестиции в США снизились более чем в 2 раза и составили 3,5 млрд долл.

Напротив, объем зарубежных американских активов, увеличившись почти в 2 раза, составил 9,7 млрд долл., в том числе государственные требования — 2,7 млрд долл., прямые зарубежные инвестиции американских компаний — 3,9 млрд долл. В результате США стали крупнейшим международным нетто-кредитором, и в этом качестве они оставались до 1984 г. включительно. За годы военных действий накопилась большая межсоюзническая задолженность. Доля США, как кредитора, составила 44 % из общей суммы межсоюзнического долга в 20 млрд долл.

Объем военных американских займов, предоставленных союзникам, равнялся 8,8 млрд долл., из которых правительственные кредиты составили 7,3 млрд долл. К 1921 г. (с учетом оказания послевоенной помощи) военные долги союзников США возросли до 11 млрд долл. В 1922 г. Великобритания согласилась выплатить свой долг США в течение 62 лет с процентной ставкой 3 % годовых в первые 10 лет и в размере 3,5 % годовых в последующие 52 года. Подобные соглашения были заключены в 1923-1930 гг. и с другими странами-должниками. Общая сумма союзнического долга Соединенным Штатам к этому времени возросла до 22 млрд долл., при этом доля процентных платежей составила около половины.

В соответствии с Версальским договором (1919) Германия и другие побежденные страны обязались выплатить странам-победительницам огромные репарации. Урегулирование проблем, связанных с погашением межсоюзнических долгов и выплатой репараций, потребовало заключения многосторонних кредитно-платежных соглашений на базе плана Дауэса (1924) и плана Юнга (1930). В 1930 г. был учрежден межправительственный Банк международных расчетов (БМР), который стал играть роль международной расчетной палаты для центральных эмиссионных банков ведущих стран, что способствовало усилению взаимозависимости национальных хозяйств в кредитной сфере.

В начале 1920-х гг. наблюдалось стремительное возрастание фиктивного капитала. Значительно возросли вложения банков в биржевую спекуляцию ценными бумагами, а также в государственные обязательства. Во второй половине 1920-х гг. в США начался экономический подъем, открылись новые перспективы в связи с внедрением в массовое производство радиоприемников, автомобилей, самолетов и т.д. Рост котировок акций (индекс Доу-Джонса) на американском фондовом рынке с 1924 по 1929 г. составил 300 %.

Отток частного капитала на американский рынок вызвал серьезные валютно-финансовые трудности в Западной Европе. Произошли серьезные сдвиги в структуре золотовалютных резервов и в их распределении между ведущими капиталистическими странами. Доля США в золотых официальных резервах капиталистического мира возросла к 1924 г. до 46 %, значительно усилилась роль США как мирового финансового центра.

США активно использовали положение основного кредитора для экспансии на рынки стран Западной Европы и их колониальной периферии. Американские зарубежные частные инвестиции к 1929 г. превысили 17 млрд долл., увеличившись с 1914 г. в 4,8 раз, в том числе прямые составили 47 %. Закрепившись на кредитном рынке, США предприняли попытки утвердиться в международной валютной системе, тем более что положение золота пошатнулось.

Золото было вытеснено из внутреннего денежного обращения, и были созданы предпосылки для сужения сферы его непосредственного использования в качестве международного актива. На Генуэзской конференции 1922 г. было узаконено использование американского доллара и английского фунта стерлингов в качестве официальных валютных резервов и средств международных платежей, т. е. был принят золотодевизный стандарт. Однако в 1920-х гг. и особенно в условиях валютного хаоса 1930-х гг. ни одна из национальных валют не заняла решающих позиций в системе международных расчетов.

1.2.2. Великие потрясения: экономический кризис 1929 г.

и Вторая мировая война

Кризис 1929-1933 гг. сопровождался беспрецедентными потрясениями в валютно-финансовой сфере, что выразилось прежде всего в банкротстве банков. В условиях массовых изъятий вкладов и прекращения погашения банковских ссуд ресурсы кредитных учреждений оказались недостаточными для удовлетворения требований вкладчиков. Только в США за годы кризиса обанкротились около 10 тыс. банков; потерпели крах многие банки других стран. Денежно-кредитный кризис переплелся с валютным кризисом, который выразился в массовом обесценивании валют и резком ухудшении платежных балансов.

В 1931 г. Великобритания и Япония отказались от золотого стандарта; в 1933 г. их примеру последовали США и еще 40 стран. Попытка группы государств-участников так называемого золотого блока, в который входили Франция, Бельгия, Нидерланды и Швейцария, сохранить золотой стандарт на основе взаимной поддержки оказалась кратковременной, и в 1936 г. этот блок распался. Помимо золотого блока, в 1931-1933 гг. сложились еще два валютных блока. В стерлинговый блок вошли почти все страны Британской империи, ряд государств Западной Европы, Египет, Ирак, Иран, Япония; долларовый блок включал Канаду, Ньюфаундленд и страны Латинской Америки.

В рамках валютных блоков рядовые валюты были привязаны к золотому паритету центральной валюты блока. Это создавало зависимость стран-членов от состояния экономики страны резервной валюты и особенно от состояния ее кредитно-денежной системы. Страна резервной валюты, в свою очередь, зависела от устойчивости валют рядовых стран блока, которые оказывали постоянное давление на ее золотой запас.

Ликвидация золотого и введение золотодевизного стандарта положили начало глубоким изменениям в денежном механизме отдельных стран, в международной валютной системе и в сфере международных расчетов. Переход к золотодевизной системе означал резкое снижение количества золота в международном обороте и требовал дальнейшего совершенствования международных кредитно-расчетных отношений. Наметились тенденции к сокращению наличного денежного обращения при заметном расширении различных форм безналичных расчетов на основе кредитных операций. На мировом рынке резко увеличилось количество и разнообразие финансовых инструментов: чеков, переводных векселей и других кредитных документов, — которые опосредствовали международный оборот товаров и услуг.

Эти финансовые инструменты, легкодоступные и мобильные, быстро перемещались из страны в страну в виде «горячих денег», превращаясь в руках денежных спекулянтов в опасное орудие подрыва национальных кредитно-финансовых систем. Широко применялся валютный демпинг, вводились различные валютные и импортные ограничения; произошли серьезные изменения в эмиссионной деятельности, а также в структуре денежной массы. Наблюдались значительное расширение функций центральных банков, их превращение в важный фактор, влияющий на динамику экономической активности, финансирование государственной задолженности, регулирование платежных балансов.

Большое значение приобрело покрытие бюджетных дефицитов за счет размещения государственных обязательств в эмиссионных банках. В целях создания

наиболее благоприятных условий для финансирования государственных расходов во многих странах были устранены наиболее существенные ограничения на учет государственных обязательств эмиссионными банками. В США, например, в 1932 г. был принят закон, разрешавший покрытие банковской эмиссии государственными ценными бумагами наряду с золотом и коммерческими векселями. Обеспечение стабильного курса государственных ценных бумаг и создание наиболее благоприятных условий для их размещения стало важнейшей задачей центральных банков.

Во время кризиса 1929-1933 гг., когда были введены жесткий государственный валютный контроль, валютные ограничения, а частный валютный оборот был резко ограничен, в мировую практику вошел клиринг. Клиринг представляет собой обоюдное беспроцентное кредитование, осуществляемое на основе открытия взаимных клиринговых счетов; образующееся сальдо покрывается свободно конвертируемой валютой или золотом. Международные клиринги использовались для урегулирования взаимных расчетов по платежному балансу и погашения взаимной задолженности. Наибольшее распространение получили двусторонние клиринги; первое клиринговое соглашение было подписано в 1931 г. между Венгрией и Швейцарией.

После Второй мировой войны центральные банки при **заключении** клиринговых соглашений не открывали счетов, их участие ограничивалось выдачей и приемом валюты контрагента, а также осуществлением контроля над всеми клиринговыми расчетами. Послевоенные клиринги велись в денежных единицах США и Великобритании. Они предусматривали взаимное кредитование путем взаимной продажи валюты в обмен на денежную единицу другой страны.

В случае превышения установленных лимитов страна-должник покрывала сальдо золотом или конвертируемой иностранной валютой, чаще долларами. Распространение клиринговых соглашений на все страны, входящие в валютные зоны, означало переход к многосторонним клирингам. В 1947 г. Великобритания создала систему переводных счетов внутри стерлинговой зоны. Средства с этих счетов использовались на оплату любых текущих операций между странами-владельцами, а по особому разрешению — правительственных органов и для расчетов с третьими странами.

В годы Великой депрессии экспорт капитала из США снизился, импорт увеличился. В результате США, оставаясь чистым экспортером капитала, уступили лидерство Англии. За годы Второй мировой войны (1939-1945) роль США в качестве мирового кредитора резко возросла. Союзники и другие страны, не воевавшие на стороне фашистской Германии, получали товары по кредитам Экспортно-импортного банка, общая сумма которых за 1940-1945 гг. составила около 1 млрд долл., а за 1934-1953 гг. — 6,3 млрд долл. С марта 1941 г. США начали осуществлять поставки союзникам по ленд-лизу на основе двусторонних соглашений, в которых подчеркивалось, что материалы, уничтоженные войной, не подлежат оплате.

Поставки по ленд-лизу на общую сумму 46 млрд долл. распространялись на 42 страны. При этом страны Британской империи получили 65 % поставок, СССР — около 28 %, Франция — 3,3 %. Вопрос о советских долгах по ленд-лизу обсуждался неоднократно, и в 1972 г. было подписано соглашение, в котором была

зафиксирована сумма долга в 722 млн долл. СССР настаивал на том, что платежи могут осуществляться только при условии предоставления режима наибольшего благоприятствования в торговле с США, а также получения экспортных кредитов и гарантий.

1.3. Международные финансы в условиях золотодолларового стандарта и фиксированных валютных курсов (1944-1973 гг.)

1.3.1. Промышленно развитые страны: взаимное кредитование и заимствование

Роль США в качестве главного международного кредитора особенно четко проявилась в первые послевоенные десятилетия, когда все страны мира, за редким исключением, испытывали острую нехватку материальных и ликвидных ресурсов и имели отрицательные торговые и текущие платежные балансы. Общая сумма отрицательного сальдо торгового баланса стран Западной Европы за 1946-1953 гг. составила более 50 млрд долл. Великобритания имела устойчивый внешнеторговый дефицит в 1960-1970-е гг.; а ее платежный баланс сводился с дефицитом с 1935 г. Отрицательное сальдо по торговле имели Франция и Италия, которое до войны покрывалось доходами от «невидимой» торговли услугами. В 1945-1951 гг. пассивный торговый баланс был у ФРГ.

В 1944 г. в Бреттон-Вудсе (Нью-Гемпшир, США) по инициативе США были приняты принципы международной золотодевизной валютной системы, получившей название бреттон-вудской. Для реализации целей и принципов валютной системы был создан Международный валютный фонд (МВФ). МВФ был наделен полномочиями следить за поддержанием фиксированных валютных курсов платежных балансов. Общие задачи МВФ по развитию международной торговли были подкреплены подписанием в 1947 г. Генерального соглашения по тарифам и торговле (ГАТТ), нацеленного прежде всего на либерализацию торговли между странами.

Одновременно с МВФ был создан Международный банк реконструкции и развития (МБРР) для предоставления кредитов правительствам стран-членов на цели восстановления и развития. С 1956 г. начала свою деятельность по поддержанию частного бизнеса Международная финансовая корпорация (МФК); в 1960 г. была создана Международная ассоциация развития (МАР), беспроцентные финансовые средства которой направляются беднейшим странам. Ресурсы международных кредитных организаций формируются за счет взносов стран-участниц. Таким образом была создана институциональная система формирования и перераспределения международных публичных финансов на цели развития, покрытия дефицитов по текущим расчетам, поддержания валютных курсов.

Бреттон-вудская валютная система (1944-1973) определила развитие международных валютно-финансовых отношений на долгие годы. Она закрепила особое положение доллара, который до августа 1971 г. обменивался на золото по фиксированной цене 35 долл. за 1 тройскую унцию (31,1 г) для иностранных центральных банков. Паритет доллара был определен в золоте по официальной цене — 1 долл. = 0,888671 г чистого золота; паритеты других национальных валют

фиксировались в золоте через доллар США с пределами колебаний от паритета плюс-минус 1 %. Допускалось изменение паритета валюты (девальвация, ревальвация) до 10 % по усмотрению стран-членов. Изменение паритетов валют свыше 10 % требовало разрешения МВФ.

Уставной капитал МВФ, сформированный за счет взносов стран-членов, состоял из золота (25 %) и национальной валюты (75 %) соответственно их доле. Он формировал ресурсы Фонда для оказания кредитной помощи странам-членам с хроническими платежными трудностями по текущим расчетам. Под золото средства МВФ предоставлялись свободно, под национальную валюту — при условии принятия и выполнения оздоровительной программы.

В первые послевоенные годы МВФ еще не действовал активно, и США оставались главным мировым кредитором и донором. Они оказали существенную двустороннюю помощь западноевропейским и другим странам в виде субсидий и кредитов, общая сумма которой за 1945-1965 гг. оценивается в 107 млрд долл., причем в 1945-1955 гг. преобладали субсидии, которые составили около 80 %, кредиты - 20 %, Начиная с 1947 г. в США был принят ряд законов об оказании помощи иностранным государствам. Закон 1948 г., предусматривавший оказание экономической помощи странам Западной Европы, получил название план Маршалла. За 1949-1952 гг. по плану Маршалла было предоставлено около 22 млрд долл., в основном в виде субсидий.

За 1945-1955 гг. содействие США странам Западной Европы и Японии составило 27 млрд долл., в том числе Великобритания получила 6,9 млрд долл., Франция - 5,5, ФРГ - 3,9, Италия 2,7, Япония - 2,3 млрд долл. Характерной чертой в послевоенные десятилетия явилось стремительное расширение взаимного кредита развитых стран. Развитие международных кредитных отношений осуществлялось через международные организации, центральные банки и операции частных банков преимущественно на рынке евровалют. В 1950 г. страны-получатели ресурсов по плану Маршалла создали Европейский платежный союз.

Практически все развитые страны в разные годы получали кредиты МВФ с начала его деятельности и до конца 1970-х гг. Крупными получателями были Великобритания, Франция, Италия и др. За 1947-1978 гг. США 23 раза использовали кредиты МВФ; последний был получен в ноябре 1978 г. Из общей суммы кредитов (около 2 млрд долл.), предоставленных МВФ странам-членам в 1947-1956 гг., 70 % приходилось на промышленно развитые государства и 30 % получили развивающиеся страны.

В 1957-1976 гг. доля развитых стран составила 57 % из общей суммы кредитов МВФ в 39 млрд долл., развивающихся — 43 %. В 1962 г. США, Великобритания, Франция, Италия, Япония, Голландия, Канада, Бельгия и Швеция заключили генеральное соглашение по кредитам в рамках МВФ в размере 6 млрд долл. для предоставления дополнительной взаимной помощи, которое систематически продлевалось до 1984 г. К соглашению позднее присоединилась и Швейцария, не будучи членом МВФ, с оговоркой, что ее средства могут быть использованы исключительно для поддержки доллара и фунта стерлингов. С 1980-х гг. развитые страны перестали получать кредиты МВФ, оставаясь его основными кредиторами.

В первые послевоенные десятилетия промышленно развитые страны были основными получателями займов МБРР. За 1947-1956 гг. они получили 52 % от общей

суммы в 2,1 млрд долл., в том числе доля стран Западной Европы составила около 40 %; в следующее десятилетие эта доля снизилась до 16 %. Наиболее крупными получателями займов МБРР в первые послевоенные годы были Франция и Голландия, а с конца 1950-х гг. — Япония. Основными кредиторами банка были промышленно развитые страны, взносы которых в 1947 г. составили 80 % от общей суммы в 8,3 млрд долл., в том числе доля США — 38 %. К 1967 г. доля развитых стран снизилась до 75 % от 22,8 млрд долл., доля США — 28 %. В первые годы МФК предоставляла кредиты частным структурам стран Западной Европы и сыграла заметную роль в возрождении западноевропейского частного бизнеса.

В 1960-е гг. получила развитие система соглашений между центральными банками развитых стран о взаимном предоставлении кредитов типа «своп». Основными получателями таких кредитов в 1960-1970-е гг. были США. В конце 1960-х гг. действовали 11 соглашений ФРС США с центральными банками 10 других развитых стран и с БМР на сумму в 10 млрд долл.; Великобритания заключила 12 своповых соглашений, Франция — 6. Об объемах взаимной кредитной поддержки свидетельствует и тот факт, что только в 1978 г. было израсходовано 50 млрд долл. на поддержку доллара. Большая часть этой суммы была предоставлена в форме кредитов «своп» БМР и центральных банков 14 развитых стран.

1.3.2. Возрождение и становление международного рынка капиталов

Подавляющая часть международных кредитных операций между развитыми странами предназначалась для финансирования текущих коммерческих сделок, в которых кредиторами и заемщиками выступали частные фирмы. Расширению международного кредита способствует не только расширение международной торговли, но и интернационализация сферы услуг. Кредитная политика частных банков и фирм определяется не состоянием платежного баланса страны, а экономической целесообразностью предоставления или получения кредита и условиями проведения конкретной сделки.

Получателями кредита могут быть банки и фирмы стран с активными текущими платежными балансами, и, наоборот, кредиторами могут выступать страны с дефицитными текущими платежными балансами. Известно, что английские фирмы и банки, несмотря на хронический дефицит текущего платежного баланса Великобритании, в 1960-1970-е гг. активно предоставляли кредиты в целях стимулирования экспорта товаров. Одновременно Великобритания привлекала внешние займы для финансирования дефицита платежного баланса.

В первые послевоенные десятилетия и вплоть до 1973 г. развитые страны имели совокупный актив по текущим операциям. Энергетический и сырьевой кризис вызвал глубокие диспропорции в мировой экономике, усилил неустойчивость международных финансов, привел к образованию у ряда промышленно развитых стран крупного хронического финансового дефицита и внешней задолженности. Быстрый рост международной задолженности породил серьезные проблемы не только для отдельных стран, но и для всей международной кредитной системы.

Во все возрастающих масштабах увеличивалась потребность в новых кредитных ресурсах, причем их значительная часть не была связана с обслуживанием реальных потоков товаров и услуг, а предназначалась для рефинансирования задолженности. Для урегулирования платежных балансов и покрытия внешней

задолженности промышленно развитые страны использовали ресурсы международных рынков капиталов, систему межгосударственных кредитов и ресурсы международных кредитных организаций.

В первые послевоенные годы международное движение частного капитала сдерживалось нехваткой ликвидности и жестким государственным контролем. Тем не менее рынки капитала стали постепенно восстанавливаться после введения обратимости европейских валют (1958). Сначала начал функционировать международный денежный рынок; пролонгация ссуд до 15 лет способствовала активизации международного рынка капиталов. Вплоть до середины XX в. международные рынки капиталов были частью национальных финансовых рынков, осуществляющих международное кредитование, из которых иностранные заемщики получали необходимые им средства в местной валюте.

Масштабное развитие международного финансового рынка началось в 1960-х гг. с образованием транснациональных корпораций и банков (ТНК и ТНЕ). Именно их свободные активы инвестируются в производственные и финансовые структуры за рубежом, они же привлекают иностранные финансовые ресурсы. В середине 1950-х гг. возобновилась деятельность товарных бирж в Великобритании и Голландии; в Лондоне начал функционировать рынок золота, сначала только для иностранцев. Активизировался фондовый рынок США, к 1959 г. объем выпуска иностранных облигаций в Нью-Йорке превысил 4 млрд долл.

В начале 1960-х гг. в связи с ухудшением платежного баланса в США были введены новые **налоговые** законы, которые сделали американский рынок непривлекательным для иностранных и даже местных заемщиков. В июле 1967 г. США пережили кризис рынка ценных бумаг, после чего началась техническая перестройка биржевого дела. В 1974 г. нефтяной кризис вынудил американское правительство вновь открыть рынки долгосрочного капитала для выпуска иностранных ценных бумаг, но к этому времени уже сформировался подлинно международный рынок денег и капитала — евровалютный рынок.

Евровалютные рынки оперируют валютами, помещенными в международные банки за пределами стран происхождения вне национальной юрисдикции. Евровалюты являются оффшорными (вненациональными) валютами. На базе евровалют сформировались еврокредит, рынок евробондов и других ценных бумаг. В результате начал складываться подлинно международный кредитный механизм с собственной системой процентных ставок, концентрирующий спрос и предложение капиталов в мировом масштабе. В отличие от рынков иностранных кредитов, осуществляющих международное кредитование в **национальных** валютах, евро рынки оперируют активами и валютами, являющимися иностранными для обеих сторон, участвующих в сделке.

Евровалюты при переходе через границы не подлежат конверсии в местные валюты и поэтому находятся вне сферы действия национального валютного законодательства. Посредниками в операциях с евровалютами чаще всего выступают иностранные по отношению к стране пребывания банки (евробанки), что обуславливает более либеральный режим регулирования их операций со стороны местных валютных органов. Еврорынки являются международными не только по неподконтрольности национальному законодательству, но и по географическому размещению и по составу участников. Главными кредиторами и заемщиками на

еврорынках выступают ТНК, деятельность которых стала приобретать глобальный характер с 1960-х гг.

Евровалютный рынок возник как евродолларовый рынок. После введения частичной обратимости западноевропейских валют для нерезидентов по текущим операциям, а затем и полной обратимости европейских валют и иены, евровалютные рынки получили дальнейшее развитие. Евровалютный рынок стал внешнеэкономическим рынком, на который не распространяется юрисдикция властей как страны происхождения валюты, так и места депонирования **валюты** и совершения сделок. Национальные власти осуществляют лишь контролирующие функции, требуя от своих национальных банков предоставления информации об операциях на этом рынке. Евровалютный рынок был хорошо принят как пользователями, так и кредиторами этого рынка.

Национальные правительства широко его использовали для заимствований; международные банки расширили свою деятельность; промышленные компании, в том числе и американские, получили большие дополнительные возможности диверсификации и расширения своей международной деятельности. На основе краткосрочного рынка евровалюты сформировался рынок еврооблигаций, развитие которого связано с финансированием долгосрочных потребностей правительственных структур и частных компаний. С созданием американской трастовой компанией системы **Евроклир** (*Euroclear*) в 1968 г. началось развитие вторичного рынка еврооблигаций. На основе Евроклир сформировалась система депозитариев в **разных** странах для хранения еврооблигаций и других ценных бумаг.

Владельцы ценных бумаг получали сертификаты на помещенные в депозитарий ценные бумаги. Купля/продажа теперь не требовала физического присутствия ценных бумаг, она свелась к передаче сертификатов и к изменению записи в депонентских счетах в депозитариях. В 1970 г. в Люксембурге была создана европейская система **клиринговых** расчетов на рынке еврооблигаций под названием СЕДЕЛ (*CEDEL*). С введением американской и европейской **клиринговых** систем ликвидность еврооблигаций резко возросла, объемы операций многократно увеличились.

До 1970-х гг., когда началась либерализация финансовых рынков, рынок еврооблигаций имел очень большие преимущества перед национальным рынком долговых ценных бумаг, на котором обращаются внутренние и иностранные облигации, эмитированные нерезидентами в местной валюте. На национальном рынке операции с ценными бумагами регулируются национальными и местными органами власти, процентные ставки находятся под жестким контролем государства, условия и объемы выпуска облигаций определяются политикой правительства и распоряжениями местных властей. Напротив, процентные ставки по еврооблигациям устанавливаются соотношением спроса-предложения, а условия и объемы выпусков облигаций определяются на основе оценки кредитоспособности заемщика.

1.4. Современный период (1971 г. — настоящее время) международного финансирования

1.4.1. факторы, повлиявшие на развитие международных финансов в 1970-е гг.

В 1970-х гг. произошли качественные изменения в международной финансовой сфере, которые получили дальнейшее развитие и сформировали современную

международную валютно-финансовую систему. Изменение характера и увеличение международного кредитования связано прежде всего с деятельностью ТНК, которые осуществляют глобальную стратегию, размещая производство по всему миру и стремясь оптимально использовать все ресурсы, в том числе и финансовые. Удовлетворить таким требованиям может только мощный в финансовом отношении транснациональный банк (ТНБ), имеющий многочисленные зарубежные аффилированные подразделения, объединенные в гибкий и эффективный механизм международных расчетов.

Резко увеличился объем международного кредитного рынка, в том числе и в связи с изменением характера использования международного кредитования. Его конечным назначением стала не только сфера международного обмена (товарами, услугами и т. п.), но и сфера производства. Это потребовало более крупных кредитов и на более длительные сроки, а также развития целого комплекса сопровождающих кредитно-финансовых услуг. В 1970-е гг. международный частный кредит стали использовать для прямого или косвенного финансирования дефицитов текущих платежных балансов.

Наряду с частными фирмами крупнейшими заемщиками стали правительства, государственные учреждения и предприятия, международные кредитные организации. В конце десятилетия за счет международных рынков капитала финансировалось около 60 % совокупного дефицита текущих платежных балансов развитых и развивающихся стран-импортеров нефти. Увеличение объема международного кредита происходило за счет роста не только еврокредитов, но и рынков иностранного кредитования. Возрос объем рынка иностранных кредитов в иенах, увеличились число и величина эмиссий в Токио иностранных облигаций в иенах. Японская иена стала шире использоваться и на рынке евровалют.

Расширению международных рынков капитала в 1970-х гг. способствовал ряд факторов, результатом воздействия которых стало увеличение международной ликвидности и мобильности международных ресурсов. В 1970-х гг. мир пережил два «нефтяных шока», т. е. два резких скачка мировых цен на нефть. В результате у стран-экспортеров нефти образовались огромные валютные излишки (нефедоллары), а у импортеров нефти, в том числе и у большинства развитых стран, — дефицит по текущим расчетам. Этот дефицит покрывался в основном нефтедолларами, которые поступали в страны-реципиенты через международные банки, через рынок еврооблигаций и т. д.

В августе 1971 г. администрация США отменила обмен доллара на золото, что привело к бесконтрольному распространению американской валюты по всему миру и превратило доллар в подлинно международную валюту. В том же году некоторые страны ввели плавающий валютный курс, дальнейшие попытки вернуться к фиксированному валютному курсу оказались временными. В 1973 г. плавающий валютный курс был официально признан, а в решениях Ямайской конференции (1976) было закреплено право стран-членов МВФ вводить любой валютный курс. Золото было демонетизировано, и больше соперников у доллара в то время не было.

С 1972 г. страны-члены Европейского союза ввели двукратное сужение пределов взаимных колебаний валют по сравнению с колебанием к доллару («змея в туннеле») и фактически приступили к строительству европейской валютной

системы, которая была создана в 1979 г. Строительство европейской валютной системы завершилось в 2002 г. формированием валютного союза в составе 12 государств-членов ЕС.

С 1978 г. начала действовать Ямайская валютная система, фактически закрепившая ранее внесенные изменения в бреттон-вудскую валютную систему, а именно — отмену обратимости доллара в золото (1971), введение плавающих валютных курсов (1971-1973), использование специальных прав заимствования (*Special Drawing Rights* — SDR) с 1970 г. во взаимном кредитовании стран-членов МВФ. Ямайская валютная система основана на следующих принципах.

1. Демонетизация золота. Золото было демонетизировано и формально изъято из официальных резервов. $\frac{1}{6}$ часть золота, находившегося в распоряжении МВФ, была возвращена странам-членам по официальной цене в обмен на их национальные валюты. Другая $\frac{5}{6}$ часть золота МВФ была продана в течение 4 лет, начиная с июня 1976 г., после чего продажи прекратились, и резервы были заморожены.
2. Необратимость доллара в золото. Обратимость доллара в золото была отменена; СДР были признаны основой валютной системы, а их стоимость определяется корзиной валют, т. е. набором ведущих валют в определенных соотношениях.
3. Право стран-членов МВФ вводить любой валютный курс; при этом Фонд уполномочен осуществлять жесткий надзор за развитием валютных курсов и соглашениями об их установлении.

В 1970-е гг. развитые страны впервые столкнулись с двузначной инфляцией, когда рост внутренних цен превышал доходность финансовых инструментов, а именно — банковских депозитов, акций и облигаций, что вызывало бегство денег в товарные активы. В 1973-1974 гг. обесценение акций с поправкой на инфляцию на американском фондовом рынке составило 45 %, цена долгосрочных казначейских облигаций упала на 28 %. С 1974 г. США, с 1979 г. Великобритания, а затем и другие развитые страны начали процесс либерализации и преобразования финансовой сферы, который завершился к середине 1990-х гг.

Цель этих преобразований заключалась в отмене жестких ограничений, которые препятствовали оттоку капитала и позволяли поддерживать низкие процентные ставки для обеспечения правительств и экономики дешевыми заемными ресурсами. В то же время, преобразования были направлены на развитие рынка банковских услуг, рынка государственных долговых ценных бумаг и рынка корпоративных ценных бумаг.

1.4.2. Либерализация финансовой сферы и структурные изменения в системе международного финансирования

Необходимость преобразований национальных финансовых систем была обусловлена внутренними финансовыми проблемами: дефицитами текущих платежных балансов главных развитых стран и абсолютного большинства развивающихся стран (за исключением экспортеров нефти), возникновением совокупного дефицита развитых стран и мирового дефицита по международным расчетам. Усилия правительств были направлены на дерегулирование финансовых операций путем отказа от прямого государственного вмешательства в финансовую деятельность

институтов рынка и изменения регулятивной базы; на либерализацию движения капиталов между странами.

В ходе реформ разрешительная система вывоза капитала была заменена уведомительной. Рыночные методы постепенно вытеснили административные запреты и ограничения. До начала либерализации административное регулирование рынка ценных бумаг во многих странах было очень жестким. Во Франции, например, в середине 1980-х гг. резидент мог купить иностранные ценные бумаги только у другого резидента через закрытый рынок иностранных ценных бумаг. В Италии национальные инвесторы в иностранные ценные бумаги должны были депонировать 40 % инвестируемой суммы на беспроцентные счета в центральном банке, которая возвращалась после продажи ценных бумаг.

В банковской сфере были отменены многие ограничения и запреты. Постепенно правительства США, Великобритании, Франции и других развитых стран отменили директивные указания в отношении сумм банковских кредитов клиентам, сняли государственный контроль над общим объемом выдаваемых кредитов, отказались от требований в отношении уровня процентов по банковским вкладам и кредитам. В ряде стран отменялось ранее существовавшее принудительное банковское кредитование специализированных финансовых институтов, которые оказывали поддержку определенным отраслям и производствам.

Отменялись запреты на открытие банками отдельных видов счетов, на количество открываемых отделений банков, на совмещение банками различных видов деятельности (операции с недвижимостью, страховой и инвестиционный бизнес) и др. Отменялось требование принудительной покупки банками государственных долгов по установленной цене, что означает скрытое финансирование бюджетного дефицита. Эмиссия государственных ценных бумаг стала осуществляться через аукционы. В результате сложился первичный и вторичный рынок государственных ценных бумаг.

Отменялись ограничения доступа национальных эмитентов/инвесторов к операциям на национальных фондовых рынках, отменялась практика фиксированных биржевых комиссионных сборов. Были отменены прямой государственный контроль над условиями эмиссии корпоративных долговых инструментов и обязательное государственное одобрение эмиссии корпоративных облигаций. Функции контроля над выпуском корпоративных ценных бумаг были возложены на национальные комиссии.

В ходе преобразования возросла роль центральных банков, которые были выведены из подчинения правительств и стали независимыми институтами. Было введено требование обязательного резервирования для коммерческих банков. Набор инструментов кредитно-денежного регулирования расширился; центральные банки стали проводить операции на открытом рынке, ломбардное кредитование и операции РЕПО на денежном рынке, устанавливать ставки рефинансирования и др.

С 1980-х гг. под воздействием многих факторов расширяются рынки ценных бумаг. За эти годы была проведена модернизация биржевой и внебиржевой торговли, появились новые финансовые продукты, возросли количество и разнообразие финансовых производных инструментов (деривативов). На базе современных технологий установились более тесные связи между внутренними и международ-

ными финансовыми рынками, между международными денежными и финансовыми рынками; международный финансовый рынок стал глобальным.

Расширяется рынок государственных ценных бумаг в связи с финансовыми дефицитами и структурными преобразованиями. С 1980-х гг. начался процесс массовой приватизации государственной собственности сначала в развитых, а затем в развивающихся странах и, наконец, в странах с переходной экономикой. Большой размах приобрели слияния и поглощения, образования новых компаний, что, с одной стороны, расширило спрос на синдицированные еврокредиты, а с другой — способствует росту и диверсификации рынка корпоративных ценных бумаг.

Банки стали утрачивать роль главных финансовых посредников в пользу рынков ценных бумаг. На международные финансовые рынки вышли институциональные инвесторы, располагающие огромными ликвидными ресурсами. К концу 1990-х гг. с расширением интернет-торговли в режиме реального времени (он-лайн) индивидуальные инвесторы стали активными участниками международных финансовых рынков.

Резиденты — инвесторы/кредиторы, заемщики/эмитенты все более активно действуют за пределами своих стран, а внутренние финансовые рынки все чаще становятся полем деятельности нерезидентов. Этому способствуют либерализация национальных рынков, допуск нерезидентов на национальные валютные и финансовые рынки и их участие в операциях наряду с резидентами, а также дерегулирование рынков, связанное с отменой ограничений на проведение тех или иных операций.

В 1990-е гг. произошли существенные изменения в структуре внешнего финансирования развивающихся стран. В первые послевоенные десятилетия развивающиеся страны получали в основном официальные ресурсы, при этом доля многосторонней помощи была незначительной, а двусторонняя помощь составляла более половины внешнего притока ресурсов. В 1970-е гг. наиболее продвинутые развивающиеся страны вышли на международный рынок капиталов, многие получили доступ к иностранным банковским кредитам. Во время кризиса 1982 г. началась секьюритизация банковских обязательств; с 1989 г. появились новые облигации развивающихся стран (Брейди-бонды).

С начала 1990-х гг. частный капитал пошел нарастающим потоком в развивающиеся страны; ускорилось формирование рынков ценных бумаг и других финансовых рынков, которые получили название формирующихся или развивающихся рынков (*Emerging Markets*). Валютно-финансовые кризисы конца 1990-х гг. затормозили этот процесс, но уже с начала 2000-х гг. приток частного капитала в кризисные азиатские страны восстановился.

В 1990-1991 гг. произошел распад Совета экономической взаимопомощи (СЭВ), затем Советского Союза (декабрь 1991 г.), в результате чего образовались 28 государств с экономикой, переходной к рынку, с острой нехваткой финансовых и иных ресурсов. На начальных этапах эти страны получали в основном официальные ресурсы от иностранных государств и международных организаций. В переходных странах начались системно-структурные преобразования, расширилось рыночное пространство, возникли частные банки, биржи, появились рынки ценных бумаг.

Центральные правительства, субъекты Федерации, юридические и частные лица стран с переходной экономикой стали выходить на международные финансовые рынки со своими акциями и облигациями, заимствовать на рынке синдицированных еврокредитов и привлекать нерезидентов на свои внутренние рынки. Страны с переходной экономикой подключились к системе международных публичных финансов и международных рынков капитала, в этих странах возникли и развиваются финансовые рынки, образующие новые сегменты мирового финансового рынка.

1.4.3. Финансовые рынки на пороге XXI в.

В 1990-е гг. определились новые тенденции в развитии международных финансовых рынков на основе инфраструктурных преобразований и финансовых инноваций. Наибольшее развитие получили рынки ценных бумаг, произошла их глобализация, чему способствовала модернизация институциональной системы и технологии транзакций под давлением растущей конкуренции и требований пользователей рынка. Организационные преобразования и техническое перевооружение финансовых рынков к концу 1990-х гг. в основном были завершены.

В Европе в 1993 г. была принята Директива об инвестиционных услугах, которая позволила компаниям по ценным бумагам работать на фондовом рынке. Закон о финансовой модернизации США 1999 г. создал правовую базу для слияний и превращения американских банков в универсальные финансовые комплексы, выполняющие все виды финансовых услуг. В Японии начался процесс стирания барьеров между коммерческим и инвестиционным банковским бизнесом.

Происходит стирание различий между англо-американской и европейской моделями фондовых рынков. Существенным преобразованиям подверглись фондовые биржи, они расширяют свою деятельность, объединяются, сливаются с деривативными биржами, превращаются в открытые акционерные общества, некоторые из них получают листинг на бирже, выпускают свои ценные бумаги. Американские торговые площадки разрабатывают глобальный фондовый рынок, в Западной Европе формируется общеевропейский рынок.

Американская внебиржевая торговая система НАСДАК вошла в десятку наиболее успешных рынков. В 1999 г. НАСДАК приступил к формированию торговых площадок в Европе и Японии при поддержке Великобритании; заключил соглашение с Шанхайской фондовой биржей о взаимной торговле акциями десяти компаний с каждой стороны, подписал соглашение с европейской торговой системой ЕАСДАК об обмене информацией. НАСДАК имеет соглашения с биржами в Австралии, Канаде, Аргентине, Южной Корее, Гонконге.

Нью-Йоркская биржа создает свою электронную платформу для торговли акциями, прошедшими листинг на бирже, на основе электронной книги заявок, поступающих из сети Интернет. Лондонская фондовая биржа и биржа во Франкфурте-на-Майне образовали общую биржевую площадку под названием IX (Международные обмены), к которой присоединяются биржи Милана и Мадрида. Новая европейская биржа образует совместное предприятие с американской электронной биржевой системой НИСДАК.

В 2000 г. была создана международная биржа *Euronext*, включившая биржи Парижа, Брюсселя и Амстердама. Объединились биржи ценных бумаг ряда евро-

пейских стран и Сингапура. В 1999 г. в результате слияния депозитарно-клиринговой системы *Deutsche Borse Clearing* и международной системы *Cede!* образовалась новая организация *Clearstream*, открытая для присоединения и других участников. В 2000 г. французский депозитарий *SICOVAM* слился с ведущей расчетно-депозитарной организацией на международном фондовом рынке *Euroclear*.

Происходит процесс либерализации одних сфер финансовой деятельности и, напротив, введение регулирования в других направлениях. Дерегулирование финансовых рынков заключается в устранении контроля над процентными ставками, отмене ограничений на перемещение капиталов, на совмещение различных видов профессиональной деятельности на финансовых рынках. Ужесточилось законодательство по борьбе с отмыванием денег, против сделок инсайдеров, манипулирования ценами на рынках ценных бумаг. В США за сделки с использованием внутренней (инсайдерской) информации предусматривается тюремное заключение сроком до 10 лет; в странах ЕС торговля с использованием внутренней информации рассматривается как уголовное преступление.

В некоторых странах объединяются регуляторы финансовых рынков в одно учреждение. В Великобритании, например, создан Совет по финансовым услугам, в котором сосредоточено все: контроль над банками, компаниями по ценным бумагам, над биржами, портфельными управляющими, страховыми компаниями. Аналогичный орган создан в Скандинавских странах, в Венгрии, в Корее, формируется в Японии.

Во второй половине 1990-х гг. были внедрены электронные коммуникационные системы. Они создавались при финансовом участии крупнейших американских инвестиционных компаний, которых не удовлетворяла традиционная деятельность бирж. Преимущества электронных коммуникационных технологий следующие:

- « более низкие издержки и, соответственно, плата за предоставление услуги;
- ✓ возможность торговать в часы, когда биржи закрыты;
- гарантия анонимности котировок;
- широкий спектр инструментов для инвестиций;
- возможность инвестирования именно в акции, пользующиеся наиболее высоким спросом.

Внедрение современных электронных технологий, средств коммуникаций и информатизации оказало существенное воздействие на развитие национальных и международных финансовых рынков, расширило возможности их взаимодействия, обострило конкуренцию, которая все больше перемещается в электронную сферу. Электронный рынок становится ведущим и все более влияющим на ход экономического развития отдельных стран и всего мира. Усиливается конкуренция между странами по наиболее эффективному и дешевому использованию сети Интернет, к которой подключается все больше пользователей.

За последние 10 лет произошли заметные преобразования в торговле ценными бумагами, частично вызванные быстрым развитием технологий и глобализации финансов, Автоматизация торговых систем, введенная европейскими биржами и американской электронной коммуникационной сетью, в сочетании с расширением

торговли в режиме реального времени (*on-line*) привели к значительному снижению транзакционных издержек, быстрому исполнению заказов, расширению инвестиционной базы за счет розничных инвесторов. Вместе с тем возрастают волатильность (изменчивость), спекуляции, конкуренция; снижается маржа для инвестиционных и других банков.

В США торговля он-лайн достигла 40 %, при этом 20 % торговли приходится на однодневную торговлю, когда одна и та же акция покупается и продается одним и тем же инвестором в течение одного дня. Этот факт рассматривается как признак возможных фундаментальных изменений в сфере финансовых услуг. Такой способ торговли дает снижение издержек по транзакциям и более быстрое их исполнение. В 2000–2001 гг. торговля акциями в режиме реального времени значительно расширилась на рынках стран развивающихся и с переходной экономикой. Наиболее быстро не только в Азии, но и в мире торговля он-лайн развивается в Южной Корее, где ее доля составила в 2000 г. 60 %; при этом около 30 % торговли акциями осуществляется в течение одного дня. В других азиатских странах удельный вес торговли он-лайн значительно ниже.

Торговля он-лайн распространилась на бонды, займы, торговые кредиты, операции с валютами, деривативами и другими финансовыми контрактами. Рынок первичной продажи бондов в режиме он-лайн начал функционировать с января 2000 г. с эмиссии МБРР, который провел и вторичную продажу по Интернету; большая доля была выкуплена американскими инвесторами, в том числе розничными. Аргентина произвела евроэмиссию бондов по Интернету, 40 % которой были куплены европейцами, в том числе и мелкими инвесторами. Затем последовали еще 200 эмиссий он-лайн, но немногие провели вторичную торговлю в этом режиме.

Торговля он-лайн все более внедряется в валютные операции. С весны 2000 г. функционирует независимая площадка *Ciiggenex*; готовятся к новым формам торговли площадки *Fxall*, *At.riax*, *Fxmatchbook*. *CFOweb* предлагает фиксированный доход, процентные деривативы и продукты валютного обмена в одном пакете. На этой площадке *Merrill Lynch* выпускает валютные продукты: слот, форварды, свопы, ванилла опционы, — в режиме он-лайн торгует акциями и инструментами с фиксированными доходами.

Операции с займами и финансирование торговли тоже развиваются в направлении режима он-лайн. В Сингапуре и Гонконге *DebtDomain* предлагает торговлю займами на вторичном рынке, предоставляя банкам активное управление кредитными портфелями. Пока только 1–2 % банковских займов изменили держателей в Азии (без Японии), в США — 6–7 %. Банковские комиссионные при традиционных импортных транзакциях в 50 000 долл. составляют 1000–1500 долл., а по Интернету — 150 долл.

Современный рынок характеризуется ростом объема предлагаемых облигаций и акций, а также деривативов и расширением видов этих бумаг. В основе роста предложения ценных бумаг лежат дефициты госбюджетов и потребности частного сектора в финансировании своей деятельности. Рынки ценных бумаг стали основным механизмом перераспределения финансовых ресурсов в национальном и глобальном масштабе. Они выступают основным источником средств для государства и частного сектора, вытесняя банки в качестве финансовых посредников и превращая их в участников фондового рынка.

Капитализация мирового рынка акций, т. е. вовлечение акций в рыночный оборот, составила в 1999 г. 35,9 трлн долл. К 2001 г. объем мирового рынка акций снизился до 27,7 трлн долл., доля развитых стран составила 91 %, в том числе доля США превысила 50 %, Японии — 8,2 %. Международный рынок акций в объеме обязательств развитых стран перед нерезидентами в том же году равнялся 4,7 трлн долл., доля США составила $\frac{1}{3}$. Рост капитализации мирового рынка акций обусловлен структурными изменениями в спросе-предложении и в торговле ценными бумагами.

До начала 2001 г. высокую динамику рынка акций обеспечивала торговля акциями компаний высоких технологий, доля которых в 1999 г. составила в США 33 %, в Европе — 19 %, в Азии — 22 %, в Японии — 24 %, в Латинской Америке — 29 %, в Бразилии — около 40 %. Перераспределение капиталов на рынке акций происходит и за счет продажи акций компаний традиционных отраслей. Жесткая конкуренция вынуждает традиционные компании более активно реструктурировать свою деятельность, внедрять новейшие технологии, повышать эффективность капитала.

Мировой рынок долговых ценных бумаг расширился с 1990 по 2001 г. в 2,3 раза и составил 38,0 трлн долл.; при этом доля США на этом рынке осталась практически неизменной — 45 %, Японии — снизилась с 18 до 17 %. Доля стран с развивающимися рынками поднялась с 2,8 % в 1990 г. до 6,3 % в 2001 г. Объем международных долговых ценных бумаг составил в начале 2001 г. 6,2 трлн долл., увеличившись с 1993 г. в 3,2 раза; с учетом внутренних бумаг, купленных нерезидентами, — 7,5–7,7 трлн долл. Динамика рынка деривативов развивается высочайшими темпами. В 2000 г. объем биржевой торговли деривативами оценивался в 14 трлн долл., внебиржевой — 95 трлн долл.; оборот торговли только биржевыми деривативами — 382 трлн долл.

За последние годы произошли существенные изменения в структуре участников международных финансовых рынков. В 1970-е гг. на фондовом рынке действовали главным образом корпоративные инвесторы: инвестиционные банки, фонды и фирмы. Источником их вложений были привлеченные средства предприятий и компаний. В 1980-е гг. к ним присоединились институциональные инвесторы: пенсионные фонды, страховые фонды и компании, взаимные фонды, — которые привлекают средства частных лиц и инвестируют их в наиболее доходные и надежные финансовые инструменты, отдавая предпочтение ценным бумагам.

Количество и разнообразие институциональных инвесторов постоянно растут, а суммарный объем аккумулированных ими средств в 1998 г. приблизился к 33 трлн долл., увеличившись с 1990 г. в 2,4 раза, при этом доля активов американских институциональных инвесторов составила 56 %. Институциональные инвесторы США и Канады в области зарубежных вложений в ценные бумаги предпочитают акции, Великобритании — 50:50 акции и облигации, Японии — облигации, преимущественно, выраженные в евровалютах. В портфеле институциональных инвесторов США и некоторых других стран преобладают национальные ценные бумаги.

Глобальная деятельность институциональных инвесторов сдерживается различиями в национальных системах бухгалтерского учета, что не позволяет адекватно

оценивать финансовую надежность эмитентов, национальных норм регулирования операций на фондовых рынках и т. п. В связи с развитием интернет-торговли, выходом на финансовые рынки розничных инвесторов роль институциональных инвесторов несколько снизилась за последние 2-3 года. Они стали менять свою политику, однако их возможности пересмотреть структуру портфелей ограничены законодательством и требованиями надежности.

В конце 1990-х гг. изменения в сравнительной доходности финансовых инструментов и новые технологические возможности обусловили широкий выход на рынок ценных бумаг частных инвесторов, которые сначала отдавали предпочтение государственным ценным бумагам как наиболее надежным. Снижающаяся доходность государственных ценных бумаг, низкий уровень процентов по банковским депозитам, растущие цены на корпоративные ценные бумаги, особенно на акции компаний высоких технологий, увеличили спрос мелких вкладчиков (*retailers*) на акции как наиболее доходные инструменты. Выходу на рынок акций частных инвесторов способствовали и изменения в порядке приватизации государственных компаний в развитых странах.

В 1999 г. в Италии было проведено самое большое первичное публичное размещение акций компанией ЭНЕЛ, более 40 млн акций которой приобрели частные лица, преимущественно резиденты. Ставку на частных инвесторов делает все более широкий круг компаний, осуществляющих вторичную эмиссию своих ценных бумаг с низким номиналом. Торговля через Интернет позволяет розничным инвесторам участвовать в торговле акциями компаний, подавать заявки на покупку/продажу акций своим электронным брокерам, которые выставляют заявки в торговые системы. В Западной Европе число мелких инвесторов выросло в 4-5 раз за последние годы, в США более половины населения являются участниками фондового рынка непосредственно либо через взаимные фонды.

Мощным стимулом развития предложения ценных бумаги усиления процесса глобализации является приватизация, сопровождаемая выпуском в обращение акций, принадлежащих государству; кроме того — слияния, акционирование, возникновение новых компаний, в том числе в области высоких технологий, а также в результате акционирования компаний, находящихся в личной или семейной собственности. Трансформация собственности вызвана конкуренцией и необходимостью совершенствования управления. Образование новых компаний стимулирует рост первичных размещений ценных бумаг в США и Европе. В Японии система «капитализма участия» (перекрестного владения акциями) исчерпала свои возможности, идет трансформация.

Выводы

1. В условиях золотого стандарта, свободной обратимости валют и фиксированных валютных курсов сформировался международный рынок капитала, произошло четкое деление на страны-экспортеры капитала и принимающие страны. Большое развитие получили международные портфельные инвестиции, особенно облигационные займы, а также прямые иностранные инвестиции на цели развития. Возникла проблема неплатежей и долговых кризисов.

2. Формирование международного финансового рынка на основе интернационализации международных операций национальных рынков капиталов началось в конце 1950-х гг. В 1958 г. была введена обратимость европейских валют, в 1964 г. — японской иены. Были сделаны первые шаги в направлении либерализации финансовых рынков, начал формироваться евторынок, чему способствовали ограничения в США, стимулировавшие вывоз доллара.
3. В 1970-е гг. с отменой обмена доллара на золото и фиксированных курсов валют большое развитие получают международные рынки капиталов, масштабные заимствования на рынке нефтедолларов для покрытия дефицитов платежных балансов стран-импортеров нефти, международное банковское кредитование.
4. В 1980-е гг. роль банковского международного заимствования ослабевает; быстро развиваются рынки государственного долга, корпоративных долговых ценных бумаг и акций, формируются рынки производных финансовых инструментов (деривативов).
5. 1990-е гг. отмечены масштабным расширением международных рынков государственных и корпоративных ценных бумаг, ростом рынка деривативов, потоков прямых инвестиций, формированием финансовых рынков в странах развивающихся и с переходной экономикой. Произошли фундаментальные преобразования в организационной системе финансовых рынков: слияния, объединения и универсализация банков и бирж; структурные изменения в составе потребителей финансовых рынков; внедрение информационных технологий, расширение торговли в режиме реального времени.

Термины и понятия

Международный финансовый рынок; формирующиеся (развивающиеся) финансовые рынки; клиринг; государственные ценные бумаги; корпоративные ценные бумаги; бонды; акции; деривативы.

Вопросы и задания для самопроверки

1. Проанализируйте период золотого стандарта с точки зрения развития международного финансирования.
2. Как развивались международные финансы в военные и межвоенные годы (1914-1945)?
3. Что способствовало возрождению международного рынка капиталов после Второй мировой войны?
4. Проследите эволюцию роли и места США в системе международного финансирования и заимствования. Какие факторы воздействовали на изменение положения США?
5. Что такое евторынки, как они возникли, что повлияло на их развитие?
6. Назовите основные причины, которые способствовали расширению и диверсификации международных финансовых рынков в 1990-е гг.

Литература

1. Громыко А. А. Внешняя экспансия капитала. История и современность. — М.: Мысль, 1982.
2. Гилберт М. В поисках единой валютной системы. — М.: Прогресс, 1984.
3. Матюхин Г. Г. Проблемы кредитных денег при капитализме. — М., 1977.
4. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: Учебник / Под ред. Л. Н. Красавиной. - 2-е изд., перераб. и доп. - М: Финансы и статистика, 2000.
5. Международные валютно-финансовые и кредитные отношения. — М., 1984.
6. Международные кредитные отношения капиталистических стран / Под ред. Г. Г. Матюхина и И. С. Королева. - М.: Финансы и статистика, 1981.
7. Мировой фондовый рынок и интересы России. — М.: ИМЭМО РАН, 2003.
8. Мовсесян А. Г., Огневцев С. Б. Международные валютно-кредитные отношения. - М.: ИНФРА-М, 2003.
9. Смыслов Д. В. Международный валютный фонд: современные тенденции и наши интересы. — М.: Финансы и статистика, 1993.

Глава 2

Глобализация мировой экономики

Изучается среда, в которой формируются и функционируют современные международные финансы. Определяются содержание и направление процесса транснационализации и глобализации мировой экономики, ее современный этап, его особенности и отличие от предшествующего периода. Рассматриваются системно-структурные преобразования в высокоразвитых странах, которые были спровоцированы энергетическим кризисом, получили дальнейшее развитие и сформировали современные экономики, более открытые и зависимые от притока иностранного капитала и мировой рыночной конъюнктуры. Анализируются основные структурные сдвиги в мировом производстве, транспорте и коммуникациях на основе НТП и информационной революции, которые привели к качественно новому уровню взаимозависимости национальных экономик, открытости рынков товаров, услуг, технологий, расширению международной миграции капиталов, интеграции финансовых рынков.

2.1. Глобализация — новый этап в развитии интернационализации хозяйственной жизни

2.1.1. Процесс глобализации мировой экономики: институциональная система, предпосылки и этапы

Глобализационный процесс направлен на формирование единого мирового экономического пространства. Его развитие ведет к созданию интегрированного мирового хозяйства на основе открытых национальных экономик, свободных глобальных рынков товаров, услуг, факторов производства и финансов. Главными субъектами процесса глобализации, образующими его институциональную систему, выступают национальные государства, международные и региональные организации, транснациональные корпорации и банки, международные финансовые рынки. Государство как система экономического управления и регулирования, наделенная законодательной и исполнительной властью и полномочиями, располагающая денежными ресурсами, сыграло и продолжает играть важную роль в развитии и укреплении национальных хозяйств на их пути к растущей открытости и взаимозависимости.

Государство сыграло решающую роль в возникновении и развитии транснациональных компаний (ТНК) и способствовало повышению их конкурентоспособности. В свою очередь, ТНК и ТНБ положили начало процессу глобализации мировой экономики, расширяя и диверсифицируя свою зарубежную деятельность. Международные и региональные организации создали механизм международной

валютной системы, международного кредитования финансовых дефицитов и развития стран-членов, они способствовали либерализации международной торговли и развитию интеграционных процессов. Международные денежные и финансовые рынки аккумулируют и перераспределяют мировые финансовые ресурсы.

Предпосылки зарождения глобализационного процесса создавались в ходе Второй мировой войны и в первые послевоенные десятилетия. По инициативе США в 1940-е гг. была создана международная институциональная система регулирования: Международный валютный фонд (МВФ) для стабилизации международных валютных и расчетных отношений, Международный банк реконструкции и развития (МБРР) для финансирования развития, было подписано Генеральное соглашение по тарифам и торговле (ГАТТ) о либерализации и недискриминации в международной торговле. В дальнейшем сложилась группа Всемирного банка в составе МБРР, Международной финансовой корпорации (МФК), Международной ассоциации развития (МАР) и Международного агентства по гарантии инвестиций (МАГИ), которая дополнилась региональными банками развития Азии (АзБР), Африки (АфБР), Латинской Америки (ЛАБР) и Европы (ЕБРР).

Организация Объединенных Наций (ООН) включила в свою структуру систему органов и специализированных учреждений в целях поддержания мировой экономики и развития международного экономического сотрудничества, в том числе Экономический и социальный совет (ЭКОСОС), региональные экономические комиссии для Европы, Азии и Дальнего Востока, Африки, Латинской Америки и Карибского бассейна, Продовольственную и сельскохозяйственную организацию (ФАО), Конференцию ООН по торговле и развитию (ЮНКТАД), Международную организацию труда (МОТ), Программу ООН (ПРООН).

В восстановлении экономик западноевропейских стран и их взаимных экономических связей определенную роль сыграл план Маршалла, для обеспечения которого был создан Комитет европейского экономического сотрудничества, впоследствии превратившийся в Организацию экономического сотрудничества и развития (ОЭСР). Образование Европейского объединения угля и стали (ЕОУС) в 1951 г. и Европейского экономического сообщества (ЕЭС) в 1957 г. сопровождалось созданием механизма взаимодействия стран-членов, углублением их взаимозависимости в условиях свободного перемещения товаров, капиталов, услуг, рабочей силы.

В ЕЭС сложилась институциональная система управления и регулирования процесса региональной интеграции; фактически была заложена модель глобализации экономики в региональном масштабе. Развернувшаяся с 1950-х гг. научно-техническая революция (НТР) обеспечила ускоренное развитие производительных сил, структурные преобразования национальных хозяйств и мировой экономики, расширение мирового рынка на основе углубления международного разделения труда и диверсификации мирохозяйственных связей.

Зарождение процесса формирования глобализирующейся экономики непосредственно связано с восстановлением и расширением международных денежных и финансовых рынков (с 1950-х гг.); с ростом числа транснациональных корпораций и банков, интенсификацией, диверсификацией и глобализацией их зарубежной деятельности с 1960-х гг. Свою весомую лепту в становление процесса глобализации внесли 1970-е гг.

В 1970-е гг. были отменены обмен доллара на золото и фиксированные валютные курсы, началась либерализация международного движения капиталов; образовались избыточные ликвидные ресурсы в виде нефтедолларов, наполнившие международные финансовые рынки. Сначала США, а затем и другие развитые страны встали на путь либерализации не только товарных, но и финансовых потоков. С 1979 г. Великобритания и США, а затем и другие развитые страны приступили к расширению рыночного пространства, формированию более открытых экономик на основе глубоких структурных сдвигов, приватизации, модернизации традиционных отраслей и создания новых производств, массового обновления основного капитала с активным привлечением иностранных ресурсов.

В группе развивающихся стран выделились богатые страны-экспортеры нефти и индустриализирующиеся экспортноориентированные страны Юго-Восточной Азии («азиатские тигры» — Гонконг, Сингапур, Тайвань, Южная Корея). Долговой кризис 1980-х гг. ускорил проведение системно-структурных реформ и либерализацию внешнеэкономической деятельности в развивающихся странах, которая осуществляется в определенной мере под давлением международных кредиторов и опирается на структурные преобразования в экономике. В результате распада СЭВ и СССР в 1991 г. появились страны с экономикой, переходной к рынку. Переходные страны начали фундаментальные системно-структурные реформы, нацеленные на формирование открытой экономики, адекватной мирохозяйственным условиям.

С 1980-х гг. мировой интеграционный процесс переживает подъем, в эпицентре которого находится Европейский союз, который взял курс на формирование единого внутреннего рынка, валютного и экономического союза. Интеграционные процессы получили мощный импульс с созданием Североамериканской зоны свободной торговли, развитием Азиатско-Тихоокеанского экономического сотрудничества, провозглашением проекта свободной экономической зоны Западного полушария во главе с США. В 1990-е гг. наблюдалось оживление ранее созданных интеграционных объединений в развивающемся мире, расширение их членства, пересмотр соглашений, возникновение новых объединений.

Интеграционный подъем определялся многими факторами, важнейшими из которых являются перестройка социально-экономической структуры, массовая приватизация, создание финансовой инфраструктуры, возникновение и развитие финансовых рынков, либерализация внешнеэкономических связей. В рамках подготовки к вступлению в ЕС структурные преобразования и интеграционные процессы в странах Центральной и Восточной Европы шли ускоренным темпом. Бывшие советские республики прилагают серьезные усилия для совместного развития по интеграционному пути.

2.1.2. Глобализация — качественно новый этап развития мировой экономики

Согласно теории длинных волн (или долговременных циклов хозяйственной конъюнктуры), впервые выдвинутой Н. Кондратьевым и в дальнейшем развитой И. Шумпетером, К. Фрименом и др., в 1990 г. мировая экономика вступила в пятую волну/цикл инновационного развития. В отличие от предыдущего периода (1940-1990), который был циклом автомобилей и синтетических материалов,

№ п/п	Показатели	Стоимость (в млрд долл.) ²			Среднегодовые темпы роста (в %)			
		1982	1990	2000	1986- 1990	1991- 1995	1995- 1999	2000
1	Мировой ВВП	10612	21475	31895	11,7	6,3	0,7	6,1
2	Мировой экспорт	2124	4381	7036	15,4	8,6	1,9	3,9
3	ПИИ приток	57	202	1271	23,0	20,8	40,8	18,2
4	ПИИ отток	37	235	1150	26,2	16,3	37,0	14,3
5	Объем ПИИ	719	1889	6314	16,2	9,3	18,4	21,5
6	Объем прямых зарубежных инвестиций	568	1717	5976	20,5	10,8	16,4	19,4
7	Трансграничные слияния и поглощения	н/д	151	1144	26,4	23,3	50,0	49,3
8	Валовой продукт зарубежных филиалов ТНК	565	1420	3167	16,4	7,2	11,0	16,5
9	Активы зарубежных филиалов	1888	5744	21102	18,2	13,9	15,9	19,8
10	Продажи зарубежных филиалов	2465	5467	15680	15,6	10,5	10,4	18,0
11	Экспорт зарубежных филиалов	637	1166	3572	13,2	14,0	11,0	17,9

Стратегия открытой экономики стала определяющей не только для развитых, но и для развивающихся и переходных стран. Открытая экономика означает ослабление государственных мер протекционизма, обострение конкуренции на внутренних рынках, растущую зависимость и уязвимость национальных экономик от внешнего воздействия. Тенденция к ОТКРЫТОСТИ УТИПИНАРТГА

характеристику начавшегося цикла определяют компьютерная революция, формирование научно-исследовательских сетей, распространение интернет-технологий. Инфраструктуру нового длинного цикла/волны образуют информационные сети, его дешевым универсальным ресурсом является микроэлектроника.

Наступление нового длинного цикла совпадает с вступлением мировой экономики в этап глобализации. Именно в 1990-е гг. процесс глобализации достиг определенной зрелости, мировая экономика приобрела новые черты, освоила новые механизмы и вступила в качественно новый этап своего развития, отличный от предшествующего периода. Современный этап развития глобализирующейся мировой экономики характеризуется открытостью национальных рынков товаров, услуг и факторов производства, высоким уровнем взаимозависимости национальных экономик, их растущей открытостью и уязвимостью, особенно в валютно-финансовой сфере.

Десятилетие 1990-х гг. отличалось ускоренной либерализацией мирохозяйственных связей, многократным расширением, диверсификацией, интеграцией и глобализацией международных финансовых рынков. Либерализация валютно-финансовой сферы и масштабный приток частного капитала в периферийные страны стимулировали становление формирующихся (*emerging*) финансовых рынков в развивающихся и переходных странах.

Глобализации присущи ускоренный и масштабный рост мирохозяйственных связей и сотрудничества, расширение и диверсификация международной торговли товарами и услугами, международной миграции капиталов, международного производственного кооперирования, международного научно-технического сотрудничества и обмена, миграции рабочей силы и высококвалифицированных специалистов. Ее отличают тесная функциональная взаимосвязь международных экономических связей, их растущее воздействие на национальные экономики, ограничение экономической самостоятельности государства при усилении международного институционального и рыночного регулирования.

Главной движущей силой глобализации мировой экономики являются международные финансы и информационная революция, которая характеризуется распространением и совершенствованием компьютеров, быстрым внедрением интернет-технологий, формированием глобальных научно-исследовательских сетей.

тостранных инвестиций - 85,8 раз(таол. 2.1)

национальных развитых экономик, усиления интернационализации хозяйственной жизни на основе либерализации международного обмена. Она отличается от предшествующего периода чрезвычайной интенсификацией и масштабностью зарубежной деятельности ТНК, ТНБ и других хозяйствующих субъектов, а также институциональных инвесторов, располагающих огромными ресурсами, что стало возможным в условиях открытой экономики, совершенствования механизмов функционирования международных финансовых рынков.

ние национальных экономических структур - * подтверждается увеличением внешнеторговых квот, ростом доли импорта в потреблении, увеличением доли иностранного капитала во внутренних инвестициях; возрастанием роли зарубежных технологий в научно-техническом прогрессе. В 2000 г. мировая экспортная квота

¹ УМСТАД. World Investment Report 2001. - Р. 10.

² В текущих ценах.

составила 22 % (в 1982 г. — 19 %); накопленные прямые иностранные инвестиции равнялись 19,8 % мирового ВВП (в 1982 г. - 6,8 %). Отличительные особенности этапа глобализации проявляются и в ускоренной модернизации производства, совершенствовании менеджмента и маркетинга.

Глобализации свойственны унификация национального законодательства, гармонизация национальных политик регулирования, усиление рыночных механизмов и возрастание роли международных организаций. Вместе с тем роль национального государства, ослабевая в одних областях, усиливается в других направлениях. С развитием глобализации функции государства приобретают другие формы и масштабы. Центр тяжести государственной деятельности в определенной степени перемещается с вопросов внутреннего социально-экономического развития на повышение международной конкурентоспособности национального хозяйства.

Задачей государства является координация экономической политики, включая разработку мер регулирования транснационального бизнеса в международных масштабах. Возрастает роль государства в сферах, повышающих уровень национальной конкурентоспособности, а именно — в образовании, здравоохранении, в охране окружающей среды, в финансировании инфраструктуры, в социальных реформах, в инвестиционной политике. Важной функцией государства в развитых странах стало определение приоритетов научно-технического развития, финансирование крупных государственных программ, создание благоприятных условий для инновационной деятельности частного сектора.

Для стимулирования научно-исследовательской деятельности частного сектора в развитых странах используются меры экономической и бюджетной политики:

- включение затрат частного сектора на научные исследования и разработки в себестоимость продукции;
- списание значительной части научного оборудования по ускоренным нормам амортизации;
- предоставление налоговых льгот, нацеленных на постоянное наращивание объема научных расходов в крупных корпорациях и на привлечение мелкого и среднего бизнеса в инновационную деятельность в сфере новых технологий;
- льготное кредитование научно-технических разработок и долевое финансирование крупных проектов, создание институциональных условий для развития венчурного финансирования;
- безвозмездная передача или предоставление на льготных условиях государственного имущества или земли для организации инновационных предприятий преимущественно в сфере образования или мелкого и среднего бизнеса, а также для создания научной инфраструктуры в регионах.

Преимущества глобализации воспользовались прежде всего страны-лидеры мировой экономики. 1990-е гг. были отмечены успешным развитием американской экономики, притянувшей значительные материальные и финансовые ресурсы мира. В США формируется «новая экономика», движущей силой которой являются инновации, информатика, человеческий капитал. Однако с весны 2001 г. развитие американской экономики замедлилось, курс доллара по отношению к евро начал снижаться. Результаты развития американской экономики за 2003 г. оказались обнадеживающими: темп роста ВВП составил 3,1 %, в январе 2004 г.

приток иностранного капитала достиг исторического максимума (92 млрд долл.), весной 2004 г. курс доллара к евро поднялся и почти достиг уровня 1999 г.

Интеграционный процесс в Европе завершился формированием экономического и валютного союза ЕС, введением единой валюты евро в 12 странах, присоединением новых 10 стран-членов. Однако в начале нового столетия темпы роста еврозоны замедлились (0,5 % ВВП в 2003 г.), бюджетные дефициты возросли и в ряде стран приблизились к критическим значениям. В начале 1990-х гг. японская модель экономического развития дала сбой. Страна переживает серьезные экономические трудности и более десяти лет находится в состоянии экономических преобразований и реформ.

Открытость рынков и национальных экономик усиливает конкуренцию, неравенство стран в получении выгод. Глобализация сопровождается развитием негативных последствий в отставших странах с догоняющим типом развития, мало приспособленных к мирохозяйственным условиям. В 1990-е гг. отдельные страны Латинской Америки, Россия, группа азиатских стран пережили валютно-финансовые кризисы.

2.1.3. Роль транснациональных корпораций и банков в развитии глобализации

Зарождение процесса глобализации мировой экономики связано с глобализацией национальных корпораций, которые посредством расширения и диверсификации своей зарубежной деятельности прежде всего через прямое зарубежное инвестирование, превратились в транснациональные корпорации (ТНК). Вслед за корпорациями-клиентами транснационализировались банки, расширяя и диверсифицируя свою международную деятельность через головные компании и зарубежные подразделения. Транснационализация является важнейшим компонентом и одновременно важным экономическим механизмом общих процессов глобализации. Именно транснационализация служит одним из основных регуляторов, обеспечивающих согласованное функционирование мировой экономики в глобальном масштабе.

Через ТНК и связанные с ними ТНЕ перемещаются главные товарные и финансовые потоки. Экономически транснационализация обусловлена возможностью и необходимостью перелива капитала из стран с относительным его избытком в страны с дефицитом капитала, но с избытком других факторов производства, которые не могут быть рационально использованы из-за нехватки капитала. Транснационализация способствует осуществлению воспроизводственных процессов и выравниванию экономических условий в различных странах. В последние десятилетия произошел скачок в развитии ТНК на основе углубляющегося международного разделения труда, революции в сфере транспорта и телекоммуникаций, развития финансовой глобализации.

Показателем уровня транснационализации является процентное отношение зарубежных продаж к совокупным продажам ТНК, т. е. соотношение продаж на внутреннем и на внешних рынках. Для 100 ведущих ТНК мира этот индекс превысил 50 % в конце 1990-х гг. Для американских компаний он составил 44 %, ибо внутренний рынок США остается главным для американских корпораций, особенно для ТНК автомобилей (70 %), электронной отрасли (52,5 %). Для ТНК

Японии тоже главным остается внутренний рынок, на внешних рынках реализуется около 40 % их продукции. Показатель транснационализации ЕС-15 (62,5 %) указывает на то, что большая часть продукции западноевропейских ТНК реализуется на внешних рынках.

Роль ТНК в глобализации мировой экономики определяется динамикой и масштабами их зарубежной деятельности. К 2000 г. число ТНК возросло до 63 тыс., а их зарубежных филиалов — почти до 822 тыс. О деятельности ТНК за пределами стран происхождения и их роли в глобализации экономики и финансов свидетельствуют динамика и объем прямых иностранных инвестиций (ПИИ). Среднегодовые темпы вывоза ПИИ во второй половине 1990-х гг. составили 37 %; общая сумма зарубежных активов развитых стран в прямых инвестициях в 2001 г. составила 6,6 трлн долл. Значительная часть ПИИ осуществляется посредством международных слияний и поглощений фирм.

К 2000 г. совокупная сумма слияний и поглощений компаний равнялась 1,1 трлн долл., увеличившись с 1990 г. в 7,6 раза. За 1990–2000 гг. валовый продукт зарубежных филиалов ТНК увеличился в 2,2 раза и составил 3,2 трлн долл., или около 10 % мирового ВВП; сумма совокупных продаж зарубежных структур ТНК и экспорт их продукции возросли в 3 раза и соответственно составили 15,7 и 3,6 трлн долл. (1/2 мирового экспорта). Под почти полным контролем ТНК находятся многие мировые товарные рынки (железной руды, меди, бокситов, олова, а также чая, кофе, пшеницы, кукурузы, лесоматериалов, табака, джута, бананов, натурального каучука и др.).

На ТНК приходится около 4/5 патентов и лицензий на новую технику, передовые технологии и ноу-хау. Технологическое самообеспечение начало заменяться технологической взаимозависимостью, при которой происходит международное объединение ресурсов с целью разделения растущих издержек производства и риска инноваций, а также концентрации разнообразных знаний и квалифицированности персонала, необходимых для создания новых продуктов и технологических процессов. Международное сотрудничество в сфере докоммерческих исследований и разработок началось в момент обострения международной конкуренции, когда технология стала решающим фактором конкурентоспособности.

Ныне ТНК разрабатывают глобальные стратегии развития. Они активно используют научно-технический и инновационный потенциал не только своих стран, но и всего мира, привлекая высококвалифицированных специалистов в свои научные центры и выступая инициатором в интернационализации научно-технических знаний. ТНК объединяют ресурсы в области исследований и создания технологий, но продолжают конкурировать в области их применения и сбыта продукции на рынках. Этот вид сотрудничества начался сперва в некоторых высокотехнологичных производствах, где затраты на создание новых поколений техники стали недоступными для любой отдельно взятой корпорации, сколь бы крупной она ни была. Традиционная интернационализация транснациональных капиталов в сфере производства и коммерческого сотрудничества дополнилась интернационализацией процесса получения и практического использования новых знаний.

Международное сотрудничество в сфере НИОКР имеет различные формы: соглашения о проведении фундаментальных исследований, совместные опытно-

конструкторские работы, создание опытных образцов, испытаний, серийного производства. В 1980–1990-е гг. ТНК стали активно размещать научно-исследовательские центры в зарубежных странах, сотрудничать с их научно-исследовательскими организациями, академическими институтами, университетскими учреждениями. Они стали объединять свои научно-исследовательские ресурсы в совместных с другими странами венчурных начинаниях, создавая новые продукты и технологические процессы в сотрудничестве с фирмами, в том числе и со своими конкурентами. Значительная доля иностранных инвестиций в европейские исследования и разработки приходится на американские ТНК.

С конца 1980-х гг. японские фирмы, располагающие лицензионными и научными связями со многими американскими и европейскими компаниями, стали активно создавать свои научно-исследовательские центры за рубежом. В новейших отраслях (информатике, биотехнологии, производстве новых материалов и др.) американские, европейские и японские компании заключили больше соглашений о сотрудничестве с иностранными, чем с национальными компаниями. Помимо межфирменных соглашений в области НИОКР расширяется сотрудничество ТНК с зарубежной академической и университетской наукой. Формы этого сотрудничества разнообразны: от научных консультаций ведущих специалистов до проведения университетами и академическими институтами конкретных исследовательских программ по заказам зарубежных клиентов.

Среди причин, побуждающих ТНК вступать в стратегические альянсы, преобладает стремление сократить временной лаг между открытием и появлением нового продукта на рынке, проникнуть на новые рынки через сбытовую сеть партнера, снизить затраты и риск проведения поисковых исследований и разработок, использовать высококвалифицированный научно-исследовательский и инженерный потенциал контрагентов, их новейшие технологии, «ноу-хаус» и т. д. Международное сотрудничество в высокотехнологичных отраслях развивается ввиду усиления конкурентной борьбы за рынки, роста издержек на разработки, быстрого старения новых продуктов, а также существенного увеличения риска в сфере исполнительской деятельности, реализации планов, владения долей рынка.

Даже крупные компании вынуждены работать совместно из-за потребности объединять капиталы, делить издержки и риски, связанные с исследованиями и разработками, создавать новые технологии и добиваться доступа на иностранные рынки. Если масштабы проекта выходят за пределы финансовых и технологических возможностей отдельных корпораций, то корпорации находят партнеров даже среди своих традиционных конкурентов. Компания, конкурирующая на международном рынке, рассматривает международное сотрудничество как важнейший фактор успеха. Главной причиной создания стратегических альянсов служит стремление заполучить новые технологии или обеспечить технологическую взаимодополняемость. Большинство факторов, стимулирующих стратегические альянсы, относится к сфере организации и использования результатов НИОКР, а именно:

- * распределение риска, связанного с разработкой и использованием новых технологий;
- стремление опередить конкурента в коммерческом использовании НИОКР;

- предотвращение трудностей, связанных с различиями в национальных патентных законодательствах;
- * преодоление трудностей, связанных с лицензией на продажу товара за границей;
- стремление окупить затраты на проведение НИОКР;
- * необходимость преодоления таможенных барьеров;
- стремление интегрировать отдельные изобретения в рамках новых систем производственного или потребительского назначения;
- * разработка единых стандартов и норм на более ранних стадиях разработки процессов или изделия.

Численность межфирменных соглашений, связанных с НИОКР и передачей технологии, растет высокими темпами. Традиционная модель поведения, при которой инновационные товары создавались в основном в стране происхождения, а затем экспортировались в зарубежные филиалы, трансформируется. Такая модель все чаще уступает место более рациональному территориальному размещению исследовательских работ с переносом части разработок в страны с лучшими условиями проведения данного вида работ или с дешевыми и достаточно квалифицированными кадрами.

Ход и тенденции развития мировых процессов транснационализации определяют в основном американские ТНК, пять из которых входят в первую десятку крупнейших ТНК мира. Большинство крупных американских ТНК представляют собой группы предприятий холдингового типа. Они сложились на основе контроля лидирующего банка через механизм фиктивного холдинга, путем создания холдинговой структуры с головной компанией, а также через перекрестное владение акциями. Существующие американские транснациональные холдинги можно разделить на две группы: в первую входят структуры с доминированием банков, которые осуществляют контроль над предприятием; во второй группе доминируют промышленные предприятия с сильными финансовыми структурами.

Прямые иностранные инвестиции создали вторую экономику США, которая базируется на производственных мощностях заграничных филиалов и дочерних фирм американских ТНК. Самостоятельность зарубежных структур повышается, усиливается их взаимодействие, происходит переплетение деятельности ТНК и финансовых групп корпораций по собственности и контролю, формируются транснациональные стратегические альянсы. Границы компаний все более размываются, промышленные группы принимают форму созвездий, включающих связанные между собой, но до известной степени независимые компании различных размеров и отраслей.

В глобальной деятельности американских и других ТНК основными партнерами являются международные или транснациональные банки (ТНБ). ТНБ в основном сформировались на базе крупнейших коммерческих банков развитых стран и господствуют на национальных и международных рынках капитала. Эти банки ведут непрерывающуюся борьбу за лидерство. До середины 1980-х гг. почти абсолютно господствовали американские банки; в дальнейшем лидерство захватили японские банки. Однако с начала 1990-х гг. в условиях начавшейся экономической депрессии и банкротств японские банки стали отходить на второй план.

С конца 1990-х гг. все большую конкуренцию американским банкам составляют укрупняющиеся европейские банки. В США, Японии и странах ЕС, особенно еврозоны, идет процесс наращивания экономической мощи банков путем их слияний и поглощений. Глобализации деятельности ТНК и мировой экономики в целом способствует расширение банковского кредитования. К началу 2001 г. объем трансграничных кредитов, предоставленных внутренними банками развитых стран, равнялся 5,3 трлн долл.; совокупные долговые обязательства стран по международным банковским кредитам составили 7,7 трлн долл.; годовое международное синдицированное кредитование увеличилось за 1980-2000 гг. в 18 раз и достигло около 1,5 трлн долл.

2.2. Структурные сдвиги в мировой экономике

2.2.1. «Нефтяные шоки» 1970-х гг. и их экономические последствия

Структурные сдвиги фундаментального характера в экономике развитых стран в сторону расширения рыночного пространства и большей открытости, начавшиеся в конце 1970-х гг., способствовали углублению и изменению международного разделения труда. Они определили общее направление мирохозяйственного развития и явились важнейшим фактором интенсификации процесса глобализации мировой экономики. За последнюю четверть XX в. мировая экономика пережила несколько шоков, каждый из которых в разной степени повлиял на экономику тех или иных стран, но последствия всех шоков имели одно направление — фундаментальные структурные преобразования национальных хозяйств в сторону повышения конкурентоспособности, открытости и адекватности мирохозяйственным условиям.

Это валютный и структурный кризисы 1970-х гг., международный долговой кризис 1980-х гг., распады СЭВ и СССР на рубеже 1990-х гг., имевшие фундаментальные долговременные экономические последствия. Все эти события вели к усилению глобализации мировой экономики и, в свою очередь, происходили под ее влиянием. Экономический кризис 1974-1975 гг. в развитых странах охватил все отрасли промышленности, все области экономической жизни. Он проходил на фоне резкого обострения сырьевого и энергетического кризиса, обнажил настоятельную потребность глубоких структурных изменений в экономике промышленно развитых стран и мировой экономической системы в целом, включая экономические взаимоотношения с развивающимися странами — главными поставщиками сырья и энергоресурсов.

Главным детонатором мировых экономических потрясений 1970-х гг. была нефть, а «нарушителями спокойствия» — нефтедобывающие арабские страны, которые воспользовались зависимостью западной экономики от импорта нефти в отстаивании своих экономических интересов. В первые послевоенные десятилетия крупные нефтяные компании поддерживали низкие цены на сырую нефть, неуклонно наращивая ее добычу, прежде всего в странах Среднего Востока, где сосредоточены основные мировые запасы нефти и добывается самая дешевая в мире нефть. Дешевая импортная нефть быстро вытесняла другие источники в энергобалансе развитых стран, и к 1970 г. ее удельный вес вырос до 50 %.

Потребление нефти в промышленно развитых странах увеличилось с 1950 по 1974 г. в 3,1 раза, импорт — 4,1 раза. Доля импорта в потреблении нефти в США в 1974 г. превысила 30 %, ближневосточная нефть в потреблении составила 8 %. Зависимость Западной Европы и Японии от импорта нефти составляла 95-99 %, из которых $\frac{3}{4}$ поступало из арабских стран. Ориентация западной экономики на импортную нефть сделала ее сверхчувствительной к изменениям мировых цен на нефть.

С начала 1970-гг. после двадцатилетнего застоя мировые цены на нефть пошли вверх, чему способствовала политика стран — основных производителей и экспортеров нефти. В 1960 г. они создали Организацию стран-производителей и экспортеров нефти (ОПЕК), за годы деятельности которой страны-члены накопили значительные валютно-финансовые ресурсы, приобрели опыт совместной борьбы за свои экономические интересы. С 1971 г. справочные цены на нефть стали устанавливаться по договоренности между западными нефтяными компаниями-концессионерами и нефтедобывающими странами. В 1950-1960 гг. справочная цена на аравийскую нефть составляла 1,75-1,80 долл./барр.; в 1971 г. — 2,18 долл.

В октябре 1973 г. в связи с обострением арабо-израильского конфликта арабские нефтедобывающие страны прибегли к эмбарго в отношении стран, поддержавших Израиль, сократили добычу и поставки нефти. Все это вызвало серьезные трудности в снабжении нефтью и нефтепродуктами западных стран; мировые цены поднялись до 11,7 долл./барр. к началу 1974 г. Второй нефтяной шок произошёл в 1979-1981 гг., когда цены взлетели с 13,3 долл. до 36 долл./барр. Нефтедобывающие страны подняли уровень подоходного налога и арендные платежи (роялти) с компаний-концессионеров, осуществили национализацию нефтедобычи.

В результате кардинальных изменений на мировом рынке нефти и во взаимоотношениях между нефтедобывающими странами и западными нефтяными ТНК появились богатые государства с излишним денежным капиталом. Ликвидные ресурсы стран-экспортеров нефти в 1977 г. составили 61 млрд долл.; в 1981 г. их официальные совокупные инвалютные резервы приблизились к 100 млрд долл. Среднегодовое активное сальдо текущих балансов стран ОПЕК за 1975-1981 гг. составило 57 млрд долл., в 1980 г. — 10 млрд долл., в 1981 г. — 60 млрд долл. Нефедоллары потекли рекой в западную экономику.

Нефтяные богатые страны вкладывали крупные средства в нефтепереработку, нефтехимию, в автозаправочные станции, недвижимость и другие сферы приложения капитала. Они превратились в крупных доноров, их средства безвозмездно или на льготных условиях, на двусторонней и многосторонней основе стали поступать в развивающиеся страны. 1970-е гг. были благоприятными не только для экспортеров нефти, но и для экспортеров других видов сырья: за 1970-1980 гг. цены на все виды сырья увеличились в 7 раз, на топливо — в 16,5 раз, на нефть — в 20 раз, в то время как на готовые изделия они возросли всего в 2,9 раза, а на машины и оборудование — в 2,4 раза.

Валютные потрясения, нефтяные шоки в сочетании с глубоким экономическим кризисом в 1974-1975 гг., а затем и в 1980-1982 гг. ускорили структурные преобразования в экономике промышленно развитых стран. Преобразования начались с энергетики. Правительства западно-европейских стран, Японии и даже

США еще во время «нефтяной войны» 1973 г. были вынуждены приступить к осуществлению целого ряда чрезвычайных общенациональных мероприятий по экономии топлива. Было введено ограничение скорости движения автомобилей, осуществлено сокращение расхода энергии на бытовые нужды, перевод многих предприятий с нефти на уголь и др.

Проблемы энергетики рассматривались на ежегодных (с 1975 г.) встречах глав государств и правительств «большой семерки». В 1979 г. в Токио было принято решение о разработке единой стратегии в области топлива и энергетики. Речь шла о поддержании импорта нефти в 1980-1985 гг. на уровне 1978 г., об определении импортных квот, диверсификации источников получения энергии. В 1980 г. в Вене участники совещания приняли решение о сокращении доли нефти в энергетическом балансе до 40 % за счет увеличения производства и потребления угля и ядерной энергии.

Значительные усилия для разработки эффективной энергетической политики предприняли страны ЕС. Ее основные направления были определены в документе Комиссии ЕС «К новой стратегии энергетической политики ЕС» (1974), который затем был дополнен рядом постановлений и программ. Краткосрочные меры на первоначальном этапе энергетического кризиса, предпринятые западно-европейскими правительствами, переросли в разработку долгосрочной программы, основанной на концепции об энергосберегающем обществе, выдвинутой в докладе «За энергосберегающий рост» (1979), где ставилась задача добиться экономического роста без соответствующего увеличения потребления энергии.

В документах ЕС были определены три основных направления в решении энергетической проблемы: 1) экономия и рациональное использование энергии; 2) увеличение внутреннего производства всех видов энергии и повышение самообеспеченности; 3) реорганизация внешнеторговых отношений в области энергоносителей. В энергетической программе ЕС центральное место заняли мероприятия по экономии и рациональному использованию энергии, дающие быстрый результат снижения энергоемкости ВВП без торможения экономического роста.

Повышение самообеспеченности энергоносителями рекомендовалось осуществлять за счет расширения потребления угля на основе модернизации угледобычи, разработки новых месторождений, расширения импорта угля из других развитых стран. Наряду с этим были разработаны меры по расширению атомной энергетики, выделены субсидии на реализацию проектов в области геотермальной, солнечной энергии, газификации, получения жидкого топлива из угля и др. В области внешнеэкономических связей были поставлены следующие задачи:

- стремиться к максимальной диверсификации поставок энергоносителей, не увеличивая долю нефти в импорте;
- поощрять увеличение импорта природного газа при строгом соблюдении квот странами-поставщиками — не более 15 % импорта на страну;
- расширять международное сотрудничество в области энергетики;
- стремиться к поиску надежных поставщиков топливно-энергетического сырья из развивающихся стран;
- создать обязательные страховые запасы, механизм взаимных поставок и перераспределения ресурсов между странами на случай сокращения поставок нефти извне.

Страны ЕС не ограничились реорганизацией **энергетики**. С середины 1970-х гг. начался пересмотр промышленной политики, ибо кризис выявил наличие устаревшего производственного оборудования во многих отраслях. Об отставании западно-европейских стран в развитии технологии свидетельствовала структура обмена промышленной продукцией с другими странами. Органы ЕС разработали и осуществили отраслевые программы в черной металлургии, текстильной промышленности и судостроении. В области сталелитейной промышленности политика ЕС предусматривала обязательные квоты производства, регулирование цен, сокращение и модернизацию мощностей, поддержку экспорта и защиту от импорта.

Перестройка текстильной промышленности включила меры по снижению издержек производства, по стимулированию инвестиций, кооперации предприятий, усилению координации программ научных исследований. Страны ЕС обязались сократить производство по всем категориям текстильной продукции, кроме шелковых изделий и детской одежды, создав, таким образом, возможности для расширения импорта из развивающихся стран. Программа мероприятий по оздоровлению судостроения предусматривала сокращение производственных мощностей, сужение специализации производства до одного-двух типов судов, повышение производительности и конкурентоспособности отрасли.

Органы ЕС начали активно вмешиваться и в другие традиционные отрасли промышленности: автомобиле- и станкостроение, строительство, кожевенную, обувную, нефтехимическую, целлюлозно-бумажную. Главное направление деятельности ЕС — это либерализация, сокращение мощностей, внедрение новых технологий, рационализация и модернизация. С 1985 г. Комиссия ЕС начала осуществлять среднесрочную программу разработки новых технологий для традиционных отраслей, все более ориентируясь на узкую специализацию, сокращение номенклатуры продукции, отдавая ниши иностранным конкурентам.

Однако главные усилия ЕС направил на развитие новейших отраслей: авиакосмонавтики, биотехнологии, информатики и др. В частности, программа по биотехнологии предусматривала регулирование цен на сырье, используемое в биотехнологии, стимулирование кооперации в области научных исследований, создание европейской сети банков биологических ресурсов, распространение научно-технической информации, а также реализацию плана исследований и подготовки кадров на 1981-1986 гг.

В 1990-е гг. главной проблемой было построение валютного и экономического союза ЕС, введение евро. Формирование единого западно-европейского финансового рынка стимулирует слияния и поглощения корпораций и банков, рост эмиссий корпоративных ценных бумаг, операций в электронной системе торговли акциями. Фондовый рынок еврозоны обладает большим резервом, его капитализация многократно отстает от США. В зоне евро акции и облигации играют меньшую роль в финансировании и в сбережениях; там используются преимущественно банковское депонирование и кредитование. Образование зоны евро создает новые дополнительные стимулы для дальнейших структурных преобразований, от успешности которых зависят долгосрочные перспективы европейских стран.

Однако на первых порах введение евро обострило проблему структурных дисбалансов в ЕС. Экспортная ориентация стран ЕС стала одной из причин замедле-

ния темпов роста в 1998-1999 гг. в связи с усилением негативных тенденций в мировой экономике. Некоторая стабилизация европейской экономики во второй половине 1999 г. была обусловлена проведением стимулирующей денежной политики Европейским центральным банком, улучшением мировой экономической конъюнктуры, ослаблением евро, который к марту 2000 г. потерял 18 % от первоначального уровня. В дальнейшем курс евро к доллару начал быстро расти и в начале 2004 г. приблизился к 1,3 долл. / 1 евро. Однако темпы роста еврозоны в 2003 г. составили всего 0,5 % ВВП, в то время как в США они достигли 3,1 % ВВП, в Японии - 2,6 % ВВП.

2.2.2. Великобритания — лидер экономических преобразований

Из западно-европейских стран наиболее радикальные реформы проводились в Великобритании. Крупномасштабная перестройка английской экономики была связана с приходом к власти правительства консерваторов во главе с М. Тэтчер в 1979 г., и она продолжилась при лейбористах. Реформы начались в условиях экономического спада. Правительство консерваторов приступило к реформированию отношений собственности, к преобразованию системы социальных услуг путем внедрения рыночных начал и конкуренции, к созданию государственно-частной системы здравоохранения, страхования, пенсионного обеспечения, распространению свободы выбора в школьном образовании.

Правительство взяло курс на повышение эффективности национальной экономики путем усиления роли частного сектора и снижения участия государства в экономических процессах. Уже в 1979 г. государственная нефтяная компания была лишена ряда преимуществ, и ей было предложено продать частному капиталу некоторые участки в Северном море; крупнейшая сталелитейная государственная компания *British Steel Comp.* объявила о сокращении мощностей и занятости, закрытии ряда заводов; то же самое произошло в судостроительной отрасли в соответствии с правительственной программой ее оздоровления (1980).

Кардинальными направлениями деятельности правительства Тэтчер были ориентация на усиление рыночных факторов развития экономики, сокращение государственного предпринимательства и осуществление среднесрочной финансовой стратегии по борьбе с инфляцией. С этой целью были сняты ограничения на движение капиталов, отменен контроль над ценами, заработной платой; расширен потребительский кредит; была осуществлена налоговая реформа и проведена реорганизация в национальных отраслях экономики. Существенные изменения произошли в механизме управления хозяйством за счет его децентрализации.

Крупномасштабная приватизация дала выручку от реализации активов государственных предприятий в размере почти 80 млрд ф. ст. за 1979-1999 гг.; госсектор сократился на $\frac{2}{3}$. При этом правительство продолжает контролировать деятельность приватизированных предприятий, стимулирует конкуренцию, осуществляет контроль над ценами, например, на коммунальные услуги. Одним из методов внедрения рыночных начал в деятельность госсектора стало размещение подрядов государственных органов с торгов методом контрактования.

Правительство развивает программу «частной финансовой инициативы», приглашая частные фирмы участвовать на конкурентной основе в осуществлении различных проектов по строительству инфраструктуры, предоставлению

общественных услуг. Обуздание инфляции достигалось путем сокращения совокупных государственных расходов, государственных займов, повышения процентных ставок, установления жесткого контроля над темпами прироста денежной массы. С 1993 г. Банк Англии стал самостоятельно устанавливать время введения новых процентных ставок, а с 1997 г. он принимает решение об их изменении.

Особое внимание обращалось на пополнение доходной части бюджета и эффективное использование государственных средств. Налог на первые 1,5 тыс. ф. ст. дохода был снижен, впервые был определен минимальный размер почасовой заработной платы, был введен налоговый кредит для низкооплачиваемых рабочих, гарантированная минимальная зарплата для сотрудников старших возрастов; осуществлялось налоговое стимулирование частного бизнеса, особенно малого. Новый закон о конкуренции устанавливает систему запретов, в частности на соглашения, препятствующие честной конкуренции и способствующие доминированию на рынке одной компании.

Реформы привели к существенным изменениям в отраслевой структуре британской экономики. К 2000 г. доля сферы услуг поднялась до 70 % ВВП; сельского хозяйства — упала до 1,2 %; удельный вес обрабатывающей промышленности в общем производстве составил менее 19 %. Возросла роль новых и наукоемких отраслей, снизилась роль традиционных отраслей промышленности. В стране усиливается тенденция к снижению стоимости телекоммуникационных и транспортных услуг, а также цен на компьютеры, растет число пользователей Интернета, расширяется электронная торговля. Использование новейших информационных технологий ускоряет проведение банковских и других операций.

Страна движется в направлении создания «новой экономики*», подобной американской. Улучшается ее место в международном разделении труда, развивается внутриотраслевой обмен, в экспорте возрастает значение аэрокосмической промышленности, а также химической и электронной, которые реализуют на внешних рынках 70–90 % своей продукции. В 1982–1991 гг. среднегодовые темпы роста ВВП составили 2,7 %. В начале 1990-х гг. в Великобритании наблюдалось абсолютное падение промышленного производства и ВВП. С 1993 г. начался экономический подъем, в 1993–2001 гг. среднегодовые темпы роста составили 2,6 %. Усилия английского правительства по сокращению бюджетного дефицита дали положительные результаты, в 1999–2001 гг. он сводился с профицитом. В 1998 г. был введен «Код финансовой стабильности*», в соответствии с которым при проведении политики в области финансов и управления государственным долгом должны соблюдаться прозрачность, стабильность и эффективность. Код обязывает правительство не брать займов больше, чем требуется для капиталовложений.

2.2.3. Формирование «новой экономики» США

За последние 20 лет в американской экономике произошли фундаментальные изменения. В 1980-е гг. США перешли к открытой экономике с растущим удельным весом импорта товаров и капитала, зависимостью от курса доллара и состояния мировой экономики. В 1990-е гг. на базе информационных технологий в США сформировалась «новая экономика», которая до 2001 г. отличалась продолжительным экономическим подъемом, сочетанием экономического роста с низкой

инфляцией, сглаживанием динамики циклического развития. С середины 2001 г. США вступили в неблагоприятную полосу своего развития; в 2003 г. рост восстановился.

Путь США к «новой экономике» был длинным и сложным. Признаки серьезных экономических трудностей в США проявились задолго до энергетического кризиса 1980-х гг. К концу 1960-х гг. положительное сальдо торгового баланса США все более сокращалось, а бегство от доллара приняло массовый характер. В 1971 г. впервые с конца XIX в. сальдо торгового баланса было отрицательным. В декабре 1971 г. правительство США согласилось поднять официальную цену на золото с 35 до 38 долл. за 1 тройскую унцию, что означало девальвацию доллара на 7,89 %; в 1973 г. была проведена вторая девальвация доллара на 10 %.

К концу 1970-х гг. по объему ВВП на душу населения США передвинулись с первого на седьмое место в мире; производительность труда и курс доллара продолжали снижаться, темпы инфляции поднялись до 18 %, безработица составила 7 %. Значительное ухудшение этих показателей и других экономических характеристик, по мнению американских и других экономистов, свидетельствовало о том, что американская экономика была не в состоянии обеспечить существенный рост производительности труда и реальных доходов.

Угрожающее состояние американской экономики широко обсуждалось в научных и деловых кругах, в ходе которых назывались причины и предлагались меры выхода из кризиса. Многие считали, что экономика испытывала трудности вследствие роста издержек производства, вызванных внешними силами, особенно действиями стран ОПЕК. Предложенные меры борьбы с инфляцией были направлены в первую очередь на снижение спроса на нефть и нефтепродукты, а также на ограничение потребления топлива, на повышение налогов на бензин, сокращение квоты и увеличение пошлины на импорт нефти. Предлагалось сосредоточиться на модернизации производственного аппарата и направить деньги налогоплательщиков на техническое перевооружение промышленности.

Лауреат Нобелевской премии М. Фридман определил следующие первоочередные национальные задачи: повышение производительности труда; снижение правительственных расходов до экономически приемлемого уровня; разрешение энергетического кризиса; создание благоприятных условий для технических нововведений, связанных с риском; увеличение инвестиций. Необходимым условием достижения указанных целей, по мнению Фридмана, является сокращение темпов инфляции при допущении на короткий период высокой безработицы как побочного продукта обуздания инфляции. Рекомендации монетариста Фридмана легли в основу государственной политики по структурной перестройке экономики США.

Масштабная модернизация экономики США была спровоцирована энергетическим кризисом. Именно тогда главным направлением инвестиционной политики стало массовое внедрение энергосберегающих технологий в сферах производства, преобразования, передачи и использования энергии. Инвестиционные процессы в первую очередь затронули отрасли, которым было особенно необходимо приспособиться к дорогому топливу. Процесс долговременной структурной перестройки американской экономики начался в фазе подъема 1977–1979 гг. и значительно ускорился после кризиса 1980–1982 гг.

Он заключался прежде всего в модернизации научно-технической базы путем массового внедрения последних достижений современного научно-технического прогресса: мини- и микроЭВМ, микропроцессоров, телекоммуникационного оборудования, промышленных роботов, безотходной технологии и биотехнологии. Основным направлением структурной перестройки и адаптации стало достижение американскими корпорациями максимального уровня конкурентоспособности и прибыльности на путях интенсивного развития экономики.

Кардинальное обновление американской экономики было осуществлено за годы экономического подъема с 1983 по 1989 г., в условиях усиления тенденции к ее открытости, ускорения процессов глобализации мировой экономики. В результате структурных преобразований сложился интенсивный, трудо- и ресурсосберегающий тип развития с высокими темпами роста. За годы подъема ВВП и промышленное производство увеличились почти на 30 %. Главной движущей силой подъема был высокий инвестиционный и потребительский спрос, прежде всего на новейшую наукоемкую технику.

За 1980-е гг. объем частных производственных инвестиций в экономику, включая жилищное строительство, увеличился на треть, в машины и оборудование — в 1,5 раза, норма частных инвестиций держалась на уровне 16-17%, опережающими темпами возрастали инвестиции в технику обработки информации и в промышленное оборудование. Производственные фонды, имевшиеся в обрабатывающей промышленности на начало 1980 г., по стоимости были обновлены на 83 %, а в экономике в целом — на 45 %. Модернизация базовых отраслей сопровождалась реорганизацией, рационализацией производства и управления. Издержки на оплату труда на единицу продукции снизились на 3,2 %, а производительность труда возросла на 27,6 %.

За 1980-е гг. было осуществлено масштабное перевооружение труда, был достигнут качественно новый уровень его производительности и эффективности. Произошло перераспределение между материальным и нематериальным (услугами) производством в пользу последнего, ибо основной поток наукоемкой техники направлялся в сферу услуг. За 1980-1987 гг. основной капитал в сфере торговли и финансов увеличился почти на 60 %, деловых услуг — более чем на 80 %. В результате доля услуг в объеме основного капитала повысилась к 1987 г. до 65 %, в занятости — до 74 %, в ВВП — до 68 %. Перевес сферы услуг над материальным производством повысил устойчивость американской экономики.

В 1980-е гг. развернулось массовое обновление потребительских товаров длительного пользования на основе распространения нового поколения бытовой техники. За десятилетие стоимостной объем предметов длительного пользования, находившихся в распоряжении населения в 1980 г., был обновлен на 70 %, парк домашней электронной аппаратуры — на 80 % и более. Потребительский спрос сыграл важную роль в качестве двигателя хозяйственного развития США.

В период экономического подъема 1992-2001 гг., когда среднегодовые темпы роста ВВП составляли 3,7 %, потребительский спрос продолжал играть важную роль. Потребительские расходы в среднегодовом исчислении увеличились в 1997-2000 гг. на 4,7 %. Высокий платежеспособный спрос населения опирался на опережающий рост личных доходов по отношению к потребительским ценам, а также на низкий уровень ссудного процента при стабильном росте в течение ряда лет стоимости

акций, держателями которых является половина американских семей. В еще большей степени экономический подъем 1990-х гг. опирался на инвестиционный спрос, обусловленный активным процессом технического перепекашения производства на базе современной компьютерной техники.

В 1989-1998 гг. темпы роста инвестиционного спроса превысили среднегодовые показатели предшествующего десятилетия в 1,4 раза и составили 3,4 %. Объем частных инвестиций (без сельского хозяйства) в сопоставимых ценах увеличился на 37 % за 1992-1996 гг. Среднегодовые темпы роста частных капиталовложений в 1997-2001 гг. составили около 11 %. Инвестиционная деятельность продолжала концентрироваться в сфере обновления производственного оборудования, особенно компьютерной и информационной техники. Лидерами инвестиционного процесса в 1998 г. были аэрокосмическая, телекоммуникационная, биотехнологическая и компьютерная отрасли. Степень загрузки производственных мощностей в 1990-х гг. достигала более 80 %.

Глубокие сдвиги в экономике США были тесно связаны с реформой системы государственного регулирования. Ее важными компонентами стали пересмотр налогового законодательства, ослабление юридической регламентации бизнеса, дерегулирование ряда отраслей и сфер хозяйства, включая транспорт, нефтяную промышленность, банковскую систему; расширение кредитно-денежного регулирования. В результате в конце 1980-х гг. сложилась качественно новая модель государственного регулирования, в основе которой лежало ослабление прямых форм вмешательства при усилении косвенных методов контроля над экономикой. Одновременно происходили укрепление рыночного механизма регулирования экономики, внутрифирменная реорганизация, активизация предпринимательского духа, интенсивный рост мелких и средних фирм, обострение конкуренции.

Модернизация американской государственной и рыночной системы, повышение ее устойчивости, снижение уязвимости к возможным нефтяным, сырьевым шокам и кризисам, длительный хозяйственный подъем 1980-х гг. и его продолжение в 1990-х гг. вплоть до 2001 г. — все это в значительной мере опирается на зарубежные финансовые источники, которые существенно дополняют внутренние сбережения. Среднегодовой прирост иностранных активов в экономике США составил в 1985-1989 гг. 219 млрд долл., в 1990-1996 гг. — 285 млрд долл. С 1997 по 2001 г. суммарный объем иностранных активов возрос с 6,2 до 9,2 трлн долл.

Преобладание импортных операций над экспортными операциями США стало характерным для товаров и услуг. США остаются главным мировым рынком сбыта, где зарабатывают валюту все страны-экспортеры. За 1980-е гг. объем импорта товаров и услуг в США увеличился в текущих ценах в 2 раза, а его доля во внутренних продажах поднялась до 15-16 %. За 1992-2001 гг. импорт товаров удвоился и составил 1383 млрд долл. (13,7 % ВВП), его доля во внутренних продажах приблизилась к 20 %; экспорт возрос в 1,6 раз и составил 1034 млрд долл. (10,2 % ВВП).

Опережающее расширение импорта стимулируется экономическим подъемом в США, устойчивым спросом на более дешевую зарубежную продукцию потребительского и производственного назначения. Расширение американского экспорта сдерживается вялым экономическим ростом в других странах. В 1999 г.

в послании президента конгрессу открытие мировых рынков рассматривалось как одно из трех главных направлений экономической стратегии страны наряду с финансовой дисциплиной и вложениями в «человеческий фактор».

Переход американской экономики от относительно автономного к более открытому типу развития завершился. Новой модели развития присущ качественно новый уровень включения в систему мирового хозяйства. Это более высокая степень зависимости экономики США от состояния международных рынков капитала, от доверия к доллару, от уверенности иностранных вкладчиков, профинансировавших большую часть чистых капиталовложений в американскую экономику в 1980–1990-е гг.

С большим отрывом США лидируют в мировом процессе перехода на новую структуру потребностей, в которой роль локомотива развития играет быстрый прогресс информационной сферы. Рост производительности труда напрямую связан с компьютеризацией и определяется организационным фактором. Организационно-управленческие и технико-технологические информационные системы регулируют фирменные иены и оборотные средства, повышают коэффициент использования основных фондов, ведут поиск выгодных маркетинговых решений. Информационные системы обеспечивают выбор приоритетов исследований и разработок, координируют их с освоением и реализацией новой продукции и услуг, широко вторгаются в различные технологические и социальные процессы.

Огромными резервами роста производительности труда обладает развитие глобальной сети оптовой и розничной торговли через Интернет. С 2000 г. происходит упорядочение в освоении виртуального рынка отраслевыми и межотраслевыми организациями предпринимателей; предприятия традиционных отраслей встраиваются в структуру «новой экономики». В США продолжается непрерывный рост затрат на научные исследования и разработки. Среди приоритетных отраслей — информационные технологии, материаловедение, био- и медицинские технологии. Высокотехнологичная продукция и услуги во многих случаях имеют системообразующий и уникальный характер, что обеспечивает большие выгоды и преимущества США.

2.2.4. Япония: этапы развития

В послевоенном развитии Японии с 1950-х гг. наблюдается долговременный понижающий тренд: среднегодовые темпы роста ВВП составили в 1950-е гг. 14,9 %, в 1960-е гг. — 11,3 %, в 1970-е гг. — 4,5 %, в 1980-е гг. — 3,8 %, в 1990-е гг. — 1,4 %, что означает смену этапов экономического развития страны. За годы высоких темпов (1955–1973) Япония преодолела техническое отставание от наиболее развитых стран. Она освоила технологии массовой переработки сырьевых и топливных ресурсов и стандартизированного выпуска готовых изделий. В 1950-е гг. были реконструированы предприятия черной металлургии, угольные шахты, электростанции, построен торговый флот. В 1960-е гг. на базе конверсии военных предприятий и нового строительства было создано производство электробытовых приборов, радиоприемников и автомобилей. Возникли отрасли нового поколения: нефтехимия, синтетических волокон и смол, электроника. Топливной базой стала нефть, почти все угольные шахты были закрыты.

Японская экономика быстро развивалась на базе следующих факторов: дешевая, хорошо обученная рабочая сила, импорт сырья и топлива, импорт новых технологий, достаточные внутренние источники накопления за счет высокой нормы сбережений, хорошо отлаженные механизмы банковского финансирования капиталовложений по низким ставкам. Бюджет страны сводился с профицитом, правительство не прибегало к внутренним заимствованиям до 1968 г. Япония не имела значительной внешней задолженности, получала только целевые займы Всемирного банка. Доступ нерезидентов на внутренний рынок был ограничен при валютном контроле над всеми внешними связями.

Период высоких темпов развития создал в Японии современный средний класс, поскольку этот процесс сопровождался быстрым ростом мелких предприятий, числа наемных работников и их доходов (10 % в год). Главной составной частью совокупного спроса были личные потребительские расходы населения, обеспечившие 60 % прироста ВВП; на экономический рост затрачивалось 30 % ВВП, в том числе около 20 % приходилось на инвестиции в оборудование и производственное строительство. Ограничителем роста был дефицит по текущим расчетам.

В то время правительство Японии активно проводило промышленную политику. Оно распределяло ресурсы между отраслями и занималось формированием промышленной структуры. Приоритетные отрасли получали налоговые льготы, доступ новых конкурентов на рынок ограничивался. В ряде отраслей — в нефтепереработке, нефтехимии, банковской деятельности и страховании осуществлялась регламентация специализации предприятий. Важнейшим инструментом промышленной политики была система валютных квот на оплату импорта, ее опорой — протекционизм. Допуск иностранных инвесторов осуществлялся только на индивидуальной основе; иностранная конкуренция на внутреннем рынке была сведена к минимуму.

Промышленная политика не давала предприятиям индивидуальных льгот, она опиралась на групповое поведение предприятий в отрасли, на союзы предпринимателей. Отраслевым союзам предпринимателей предоставлялись права на создание подконтрольных правительству картелей на время циклических спадов. Компаниям разрешалось фиксировать цены и ограничивать выпуск продукции до возникновения достаточного спроса на внутреннем рынке. Эти меры применялись и для поддержки новых отраслей. В периоды массовой смены технологий в тех или иных отраслях разрешалось образование картелей для координации закрытия неперспективных производств.

К концу 1960-х гг. в Японии был создан экспортный потенциал, торговый баланс стал активным. В начале 1970-х гг. был отменен валютно-лицензионный контроль над импортом, сняты ограничения на приток иностранного капитала, а затем и ограничения на экспорт капитала; с 1973 г. Япония перешла к свободно плавающему курсу иены. В 1970-е гг. на японскую промышленность оказал влияние нефтяной кризис, который вызвал резкие всплески инфляции, замедление темпов роста, удорожание импорта. Глубокое воздействие нефтяного кризиса на японскую экономику объяснялось тем обстоятельством, что Япония больше, чем другие развитые страны, зависела от импорта энергетических ресурсов, особенно от ближневосточной нефти.

Правительство оказало помощь отраслям, пострадавшим от повышения цен на нефть; эти меры были связаны с субсидированием убыточного производства,

его реорганизацией, размещением потерявших работу в других отраслях и т. п. Под давлением нефтяного кризиса промышленная структура Японии стала быстро переориентироваться на отрасли, выпускающие продукцию с высокой степенью обработки, а также на электронику и информатику. Большую роль сыграли торговые дома в организации групп предприятий с целью разработки новых технологий в оборудовании и укреплении опорных пунктов за рубежом. Увеличились инвестиции за границей в разработку энергоресурсов.

Нефтяной кризис заставил правительство вмешаться в политику цен на многие виды промышленной продукции с тем, чтобы предотвратить усиление инфляции и сохранить достигнутый в стране жизненный уровень. Был принят закон, предоставивший правительству право контролировать не только цены, но также объемы производства и продаж определенных товаров. Под контроль была поставлена и инвестиционная политика. Определенный застой, вызванный нефтяным кризисом, был практически преодолен к началу 1977 г.

Японская политика в отношении промышленности тесно связана с развитием альтернативных источников энергии, ее экономией и сбережением. В этой стране всячески стимулируется внедрение энергосберегающего оборудования, финансируются программы развития альтернативных энергетических источников и средств, экономящих энергию в быту и на производстве. Зависимость японской промышленности от поставок энергетических ресурсов так велика, что правительству необходимо постоянно заботиться об укреплении связей со странами-поставщиками.

В 1970-х гг. темпы роста японской экономики снизились в два раза; резервы экстенсивного роста путем привлечения новых ресурсов рабочей силы и обновления товарной номенклатуры промышленной продукции были исчерпаны. Капитальное строительство подорожало из-за экологических трудностей, поднялся уровень заработной платы и расходов на оборудование новых рабочих мест. Японская экономика вступила на путь интенсивного капиталоемкого роста с высокой нормой накопления (более 30 % ВВП). Промышленность стала все более ориентироваться на наукоемкие отрасли и, прежде всего, на электронное машиностроение.

Для развития наукоемких отраслей была осуществлена серия государственных программ финансовой и организационной поддержки научно-исследовательских работ, выполнявшихся крупнейшими фирмами в области высоких технологий. Для перестройки депрессивных отраслей в 1978-1988 гг. были проведены две пятилетние программы, направленные на модернизацию и частичное сокращение выплавки алюминия, мартеновской стали, производства химических удобрений, судостроения, текстильной и швейной промышленности. В дальнейшем неконкурентоспособное производство стало замещаться импортом, в том числе продукцией зарубежных филиалов и совместных предприятий японских корпораций.

Иностранные инвестиции в японскую промышленность сдерживаются низкой по сравнению с другими странами нормой прибыли. В силу этого японский рынок в какой-то мере был закрыт для иностранных предпринимателей и их деятельности по созданию своих филиалов. Не имея возможности компенсировать поставками своих товаров в Японию импорт японской промышленной продукции, многие западно-европейские страны и США выражали недовольство и при-

нимали жесткие меры в отношении японского экспорта. Помимо конфликтов с развитыми странами возникли трудности в области торговли и с развивающимися, особенно с азиатскими, странами, которые стали быстро наращивать свой экспорт в Японию.

Ограничительные меры в отношении этих стран не вводились, поскольку растущий импорт оттуда возмещался экспортом оборудования, технологий и некоторых потребительских товаров на их рынки. Многие из предприятий-экспортеров азиатских стран были созданы с помощью японского капитала, и они компенсировали сделанные ранее инвестиции поставками своей более дешевой продукции. Чтобы выдержать конкуренцию, японские фирмы были вынуждены, используя для этих целей поддержку государства, либо переходить на выпуск более совершенной продукции, либо увеличивать эффективность существующего производства с помощью автоматизации, либо переходить на другой вид производства. Возникшая со стороны азиатских стран конкуренция стимулировала японскую промышленность и повышала ее конкурентоспособность.

С середины 1980-х гг. огромное положительное сальдо Японии в торговле с США и странами Европы стало источником острых конфликтов. Японское правительство признало, что положительное сальдо явилось результатом экономики, слишком сильно ориентированной на экспорт. Для снижения активного сальдо и переориентации промышленности на внутренний рынок правительством были введены льготы для импортеров. Однако превращения внутреннего рынка в опору экономического роста Японии не произошло. Фактическая ревальвация иены (с 200 до 125 иен за 1 доллар за 1985-1991 гг.) стала сдерживать экспорт товаров и стимулировать зарубежные инвестиции, среднегодовые темпы прироста вывоза которых в 1985-1989 гг. составили более 60 %.

Японские банки получали огромный приток ликвидных иностранных средств, которые вкладывались не столько в производство из-за высокой заработной платы и низкой прибыли, сколько в «экономику мыльного пузыря» — в спекулятивные сделки с акциями и недвижимостью. В 1990 г. «пузырь» лопнул, цены акций и земельных участков начали падать, стали накапливаться корпоративные долги банкам, наступил затяжной структурный кризис. В 1991-2001 гг. среднегодовые темпы роста ВВП снизились до 1,1 %; отрицательные показатели роста ВВП отмечались в 1992-1993 и в 1998 гг.

С 1995 г. начались банкротства японских банков из-за «плохих долгов»; снизились инвестиции, обесценилось имущество компаний, которое обеспечивает банковские кредиты в качестве залога; начались массовые банкротства. Механизм «дефляционной спирали» снижает потребительские расходы и инвестиции, увеличивает сбережения в ожидании дальнейшего падения цен. С 1998 г. начались слияния и поглощения, число которых возрастает темпами 35-40 % в год. Иностранные совладельцы разрушают традиционные приемы управления, основанные на патернализме.

К 2002 г. валовой государственный долг Японии поднялся до 150,9 % ВВП. Японская экономика переживает сложный период экономических преобразований. Национальная система инвестирования, обеспечивавшая стране самую высокую норму накопления среди развитых стран, дала сбой. По мнению американских экономистов, Японии долгие годы удавалось реализовывать идеальный вариант

инвестирования, когда размеры выплат по банковским займам равняются темпам роста инфляции. Этому способствовала система государственных гарантий, которая обеспечивала частным банкам полную страховку от финансового краха и позволяла им использовать для кредитования промышленных компаний практически все наличные фонды, не оставляя резервов, как это принято в финансовой практике всех других стран.

Система страхования и субсидирования частных городских банков в Японии осуществлялась через центральный банк страны, а также путем займов и субсидий, которые отдельные банки предоставляли друг другу. Скорость оборота финансовых средств в японских банках значительно ниже, чем в других странах, поскольку японские займы долгосрочные. В результате создалась ситуация, при которой общий объем банковских кредитов промышленным компаниям из национальных ресурсов значительно превысил общий объем финансовых накоплений в стране.

Считается, что такая ситуация сложилась в Японии благодаря высокому уровню сбережений населения в банках при слабом развитии потребительского кредита. При таком положении держатели редко изымают из банков свои вклады, и деньги направляются на **развитие** производства. Подобная система инвестирования сложилась и в других азиатских странах, и она успешно работала, но в 1997 г. не выдержала нагрузки «плохих долгов».

В апреле 1998 г. в Японии была объявлена реформа банковской системы, в соответствии с которой отменяется большинство ограничений на валютные операции, а также банковские сделки, связанные с вывозом/ввозом капитала. Фиксированный процент брокерских комиссионных оставлен только в отношении сделок, не превышающих 50 млн иен. После принятия парламентом финансового законодательства в течение ближайших лет в Японии устраняются все барьеры, мешающие прямой и бескомпромиссной конкуренции между банками и брокерскими компаниями. Кроме того, снимаются многие запреты, препятствующие банкам вводить новые финансовые продукты. В результате банки получили возможность свободно работать на рынке фондов общественного потребления; портфель операций по управлению банковскими активами, особенно пенсионными фондами, резко возрос.

Перелив огромной денежной массы личных сбережений с депозитных счетов в ценные бумаги должен способствовать подъему рынка капиталов. Широкий спектр предлагаемых на рынке финансовых продуктов снижает зависимость корпоративных клиентов от конкретных банковских структур, позволяет совершить поворот от банковского к прямому финансированию, непосредственно связанному с рынком капиталов. Все это должно вывести японский фондовый рынок из застоя.

Пришедшее к власти в июле 1998 г. новое правительство резко изменило приоритеты антикризисной политики. Оно объявило о замораживании структурных реформ в бюджетной сфере; предложило сократить налоги с населения для поднятия потребительского спроса и корпораций; предприняло вторую попытку решения проблемы безнадежных долгов в рамках «плана тотального финансового оздоровления!».

Цель «плана» — отделить невозвратные долги банкам от хороших активов, продолжая обслуживать клиентов и не допуская цепных банкротств. Для стимули-

рования конъюнктуры и списания безнадежных долгов правительство выделило огромные ресурсы, профинансированные выпуском облигаций государственного долга (в размере 86 % ВВП в 1998 г.), почти полностью размещенных на внутреннем рынке. Банк Японии имеет право покупать государственные облигации только на вторичном рынке.

В рамках реформы финансовой системы в 1998 г. был пересмотрен закон о валютных и внешнеторговых операциях. В связи с этим был отменен институт уполномоченных банков, и всем резидентам разрешено держать счета в любой валюте в иностранных банках. Японские компании могут вести мультивалютные расчеты и клиринг, а также осуществлять расчеты в долларах на внутреннем рынке, снижая валютные риски. Японские банки предлагают клиентам открывать счета в своих филиалах в Америке, где деньги клиентов будут вложены в ценные бумаги, котирующиеся на американском рынке.

Правительство Японии ищет выход из «дефляционной спирали» и способы снятия избыточного давления (навеса) сбережений на экономику. В начале 1999 г. правительство начало увеличивать денежную массу, чтобы не допустить ревальвации иены и добиться повышения товарных цен, курсов акций и цен на землю. Банк Японии снизил ставку «овернайт» на межбанковском рынке и объявил о готовности снять ее вообще. Он уменьшил ставку рефинансирования коммерческих банков по программе поддержки финансовых учреждений. В 1999 г. под давлением продолжающегося кризиса правительство Японии вынуждено было пойти на настоящую реформу финансового сектора, которая получила название «большого взрыва».

«Большой взрыв» представляет собой пакетный пересмотр законов о банках, биржах, сделках с ценными бумагами, о страховом деле. В частности, устранены барьеры доступа на финансовые рынки, разрушены преграды, разделявшие банковское дело, страхование и операции с ценными бумагами. Банки, брокеры и страховые компании получили возможность заниматься всеми видами финансовых операций; нефинансовые компании получили доступ на финансовые рынки. Разрешена внебиржевая торговля ценными бумагами; созданы электронные торговые системы; введены жесткие правила открытия информации о «неработающих активах». Крупномасштабная реформа оказалась крайне необходимой, учитывая, что потери от списаний «плохих долгов» составили 719 трлн иен, что равно 13 % совокупного ВВП за 1992-2002 гг.

2.2.5. Основные направления структурных сдвигов в мировом хозяйстве

Возникновение и развитие глобализации мировой экономики обусловлено структурными сдвигами в мировом ВВП, в сфере производства, в международном разделении труда. К концу 1990-х гг. в мировом ВВП стали преобладать услуги, доля которых поднялась до 62 %, промышленности - снизилась до 33 %, сельского хозяйства - сократилась до 5 % (в высокоразвитых странах - 2 %). В материальном производстве произошло перераспределение в пользу обрабатывающей промышленности в результате ее опережающего развития. За 1956-1999 гг. объем мирового производства готовых изделий увеличился в 7,8 раза, продукции добывающих отраслей — в 3,3 раза, аграрной продукции - в 2,9 раз.

Обрабатывающая промышленность, особенно высокотехнологичные отрасли, обеспечивает растущее многообразие полупродуктов и конечных продуктов,

открывает все новые возможности для углубления международного разделения труда и обмена на основе специализации и кооперирования производства. Развитие обрабатывающей промышленности формирует условия для международного кооперирования производства на основе внутриотраслевого технологического и детального разделения труда.

Международное производственное кооперирование означает формирование технологически и экономически целостных производственных цепочек. Отдельные звенья (предприятия) этих цепочек размещены в разных странах, но они функционируют в едином режиме, подобно цехам одной фабрики. Между предприятиями, расположенными в разных странах, перемещаются потоки деталей, узлов, компонентов, обеспечивая непрерывность технологического процесса, результатом которого является тот или иной конечный продукт. Доля узлов и деталей в общем объеме международной торговли растет, а в экспорте из развивающихся стран, где действуют филиалы ТНК, эта доля поднимается до 40-60 %.

Международная торговля расширяется и за счет встречного обмена одноименными изделиями. Существенные сдвиги в международном разделении труда, в либерализации обмена, в развитии интернет-торговли привели к невиданной прежде степени вовлеченности стран в мирохозяйственные связи. Степень открытости и зависимости национальных экономик, определяемая процентным отношением внешнеторговой квоты к мировому ВВП, возросла с 8 % в 1950 г. до 22 % в 2000 г. Международные товарные потоки сопровождаются обменом услугами и финансовыми ресурсами, которые все теснее привязывают национальные хозяйства друг к другу, делают их все более взаимозависимыми.

Глобализация экономики опирается на более совершенные, более скоростные и дешевые средства транспорта. На основе научно-технического прогресса за последние десятилетия кардинально улучшилась международная транспортная инфраструктура благодаря развитию новых поколений авиационного, автомобильного, водного, железнодорожного транспорта, наращиванию сети трубопроводов. Перевозки грузов и пассажиров ускорились, транспортные издержки снизились. За полвека авиаперевозки подешевели более чем в 6 раз; средняя стоимость человеко-мили воздушных авиаперевозок уменьшилась более чем в 3 раза. Благодаря контейнеризации снизилась реальная стоимость морских грузоперевозок; общий тоннаж мирового торгового флота увеличился в 6,5 раз, а объем перевезенных грузов — в 10 раз.

Важнейшим фактором экономического развития и глобализации стала информационная революция. Бурное развитие электроники, кибернетики, космических спутников связи за последние десятилетия обеспечило переворот в средствах телекоммуникаций, сделало их доступными широким слоям населения за счет снижения издержек передачи информации. Многократно увеличилось число пользователей кабельных и мобильных телефонов, радиоприемников, телевизоров, телефаксов.

Мощнейшим ускорителем глобализации является Интернет. Число компьютеров с доступом в Интернет возросло с 5 млн в 1991 г. до 180 млн в 1998 г. и, по оценкам, составило 500 млн в 2002 г. Расширение числа пользователей Интернета базируется на удешевлении электронной техники и снижении стоимости услуг

по передаче информации. Цена компьютеров в течение жизни одного поколения упала в 10 тыс. раз и продолжает снижаться на 30-40 % в год (в расчете на единицу мощности).

Спутниковая связь по мобильному телефону, телефаксу, Интернету позволяет общаться из любой точки земного шара с абонентом в любой другой его точке. Новейшие телекоммуникационные и информационные технологии формируют глобальное киберпространство. Получение информации в реальном времени с любого расстояния позволяет быстро принимать решения, облегчает организацию международного инвестирования, кооперирования производства и маркетинга на фирменном уровне, позволяет осуществлять торговые и финансовые операции. Современные средства связи и информации способствуют приспособлению макроэкономической политики государств на уровне правительств и центральных банков.

Выводы

1. Глобализация мировой экономики характеризуется открытостью национальных рынков товаров, услуг и факторов производства, высоким уровнем взаимозависимости национальных экономик, их растущей уязвимостью, особенно в валютно-финансовой сфере.
2. Глобализационный процесс достиг этапа определенной зрелости со вступлением мировой экономики в пятый длинный цикл/волну развития, характеризующийся компьютерной революцией и внедрением интернет-технологий.
3. Переход к современному этапу глобализации подготовлен послевоенным развитием мировой экономики, ее производительных сил, механизмов и институциональных систем. Она явилась результатом развития интернационализации производства, капитала и сбыта на основе научно-технического прогресса, транспортной и информационной революции.
4. Глобализационный процесс ускоряется интеграцией, растущей либерализацией международного обмена, расширением и интеграцией финансовых рынков.
5. Большую роль в развитии глобализационного процесса сыграли расширение и диверсификация зарубежной деятельности ТНК и ТНБ.
6. Фундаментальные структурные сдвиги в экономике развитых стран начались под влиянием энергетического кризиса 1970 г. и продолжились в последующие десятилетия по пути интенсификации производства, расширения сферы услуг, либерализации экономики.
7. Важнейшими факторами глобализации явились развитие и удешевление международной транспортной инфраструктуры, сократившей расстояния между странами и регионами; модернизация телекоммуникаций на базе бурного развития электроники, кибернетики, космических спутников связи, внедрения интернет-технологий.
8. Развитию глобализации способствуют многие факторы, важнейшими из которых являются:

- структурные преобразования в сфере мирового производства, углубление международного разделения труда, международное производственное кооперирование;
- глобальные стратегии ТНК и ТНБ;
- формирование экономического и валютного союза ЕС и введение евро, включение США в интеграционный процесс;
- образование ВТО, модернизация и либерализация мирохозяйственных связей;
- образование стран с переходной экономикой в Центральной и Восточной Европе, на территории бывшего СССР и интеграция этих регионов в международное разделение труда;
- информационная революция, значительно облегчающая зарубежное инвестирование, международную кооперацию производства и маркетинга на фирменном уровне, взаимоприспособление макроэкономической политики разных государств.

Термины и понятия

Глобализация; либерализация; открытая экономика; транснационализация; новая экономика.

Вопросы и задания для самопроверки

1. Каковы предпосылки возникновения глобализационного процесса мировой экономики и его направление?
2. Какие факторы повлияли на развитие глобализации?
3. Чем отличается современный этап глобализации от предшествующего периода?
4. Какова роль государства, ТНК и международных организаций в глобализации экономики?
5. Назовите причины и основные направления экономических преобразований в развитых странах.
6. Почему Великобритания считается лидером экономических преобразований?
7. В чем заключаются особенности «новой экономики» США?
8. Каковы основные направления экономических преобразований в Японии и чем они вызваны?
9. Какие структурные изменения произошли в мировой экономике за послевоенный период?
10. В чем состоит информационная революция и каково ее воздействие на современные процессы?

Литература

1. Баскакова М. Японская экономическая модель // МЭ и МО, 2004. — № 1.
2. Деягин М. Г. Мировой кризис. Общая теория глобализации: Курс лекций. 3-е изд., перераб. и доп. - М: ИНФРА-М, 2004.

3. Егоров И. А. Роль транснациональных компаний и государств в процессе глобализации мировой экономики // Внешнеэкономический бюллетень, 2003. - № 8.
4. Коллонтай В. М. Эволюция западных концепций глобализации // МЭ и МО, 2002. - № 2.
5. Леонтьева Е. Кризис и реформы в банковской системе Японии // МЭ и МО, 2004. - № 4.
6. Мировая экономика: глобальные тенденции за 100 лет / Под ред. И. С. Королева. — М.: Юрист, 2003.
7. Мовсесян А. Г. Транснационализация в мировой экономике: Учебное пособие. — М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2001.
8. Осадчая И. Глобализация и государство: новое регулирование экономики развитых стран // МЭ и МО, 2002. - № 11.
9. Симония Н. Глобализация и неравномерность мирового развития // МЭ и МО, 2001. - № 3.
10. Эльяиова А. Глобализация и догоняющее развитие // МЭ и МО, 2004. — № 1.

Глава 3

Финансовая глобализация и мировая долговая экономика

Изучается финансовая глобализация, рассматривается содержание процесса, выделяются показатели, анализируются основные факторы, воздействующие на ее развитие. Вводятся понятия «дефицитная и долговая национальные экономики», выясняются причины их возникновения и механизмы функционирования. Определяются страны — чистые кредиторы и должники. Предлагается методология изучения внешней задолженности, ее структуры по заемщикам, кредиторам и срокам, по тяжести долговой нагрузки, а также по способам осуществления платежей по ее обслуживанию.

Рассматриваются состояние сальдо текущих платежных балансов основных групп стран, их чистые кредитные позиции по балансу сбережений и инвестиций, масштабы дефицитности и потребности во внешних ресурсах. Определяются показатели и объем внешней задолженности развитых, развивающихся и переходных стран. Анализируется состояние экономики США по долговому фактору.

3.1. Глобализация финансов и финансовые дефициты

3.1.1. Финансовая глобализация: понятие, показатели, факторы развития

В последние десятилетия главной движущей силой интернационализации и глобализации мировой экономики стали международные финансы. В условиях глобализации международная торговля не утратила роли фактора, способствующего интернационализации хозяйственной жизни, углублению международного разделения труда и усилению взаимозависимости национальных экономик. В 1982–1991 гг. среднегодовые темпы роста мирового товарооборота опережали рост мирового ВВП в 1,5 раза, в 1992–2001 гг. — в 2 раза. Тем не менее международная торговля все более уступает лидерство международным валютно-кредитным и финансовым потокам в интенсификации процесса глобализации.

Высокий уровень развития и роль финансов в глобализации мировой экономики подтверждаются опережающим ростом потоков прямых иностранных инвестиций по сравнению с мировым товарным экспортом. С 1982 по 2000 г. мировой экспорт товаров и нефакторных услуг увеличился в 3,3 раза, годовой вывоз прямых иностранных инвестиций — в 31 раз. Генезис процесса финансовой глобализации ведет свое начало от развития финансовой взаимозависимости национальных экономик первых послевоенных десятилетий на основе компенсационного финансирования дефицитов текущих платежных балансов.

Финансовая глобализация определилась в 1970-е гг., когда объем международной ликвидности и несбалансированность текущих платежей резко возросли. Это произошло в результате отмены золотодевизного стандарта и фиксированных валютных курсов, роста международной ликвидности, в том числе и за счет пополнения евровалютных рынков «нефтедолларами»; расширения международного банковского кредитования.

Финансовая глобализация, как качественно новый этап мирового развития, отличается от предшествующего периода следующими характеристиками:

- расширением прямого зарубежного инвестирования ТНК;
- масштабностью и диверсификацией деятельности ТНБ и других кредитных организаций;
- многократным увеличением объема международных ликвидных ресурсов и числа институциональных инвесторов;
- * ростом финансовых дефицитов и расширением компенсационного финансирования;
- * расширением и диверсификацией международного рынка ценных бумаг и развитием международного банковского кредитования;
- * расширением евровалютных рынков;
- возникновением и развитием финансовых рынков (*emerging markets*) стран развивающихся и с переходной экономикой;
- относительным снижением объема официальных ресурсов и возрастанием политической роли официальных кредиторов;
- внедрением современных электронных технологий, средств коммуникации и информации.

Развитие финансовой глобализации характеризуется увеличением международных потоков прямых инвестиций, расширением международных финансовых рынков в рамках общего глобального процесса; она проявляется в высокой мобильности, нарастающей масштабности, диверсификации и интеграции международных финансов. Ярким свидетельством ускоряющегося развития финансовой глобализации являются расширение мирового валютного рынка, увеличение суммы банковских депозитов в иностранной валюте, объема средств, привлеченных с международного финансового рынка, совокупных ресурсов институциональных инвесторов, растущие доля и роль иностранных финансов в национальном социально-экономическом развитии и т.д.

Развитие финансовой глобализации обеспечивается огромными ликвидными ресурсами, ищущими прибыльного приложения. Совокупный объем ресурсов институциональных (коллективных) инвесторов, в число которых входят страховые, трастовые, фондовые, инвестиционные компании, пенсионные, взаимные, хеджировочные и другие фонды преимущественно развитых стран, в 1998 г. оценивался в 33 трлн долл. В условиях более открытых, чем когда-либо раньше, национальных экономик и рынков, с использованием современных средств коммуникации и информации эти ресурсы свободно перемещаются по миру.

Показателем развития глобализации финансов может служить капитал, функционирующий за пределами стран происхождения в объеме накопленных ино-

странных активов, который в 2001 г., по нашим оценкам, равнялся 31-32 трлн долл. (около 100 % мирового ВВП), в том числе заемные средства составили около $\frac{2}{3}$. Обязательств а развитых стран перед нерезидентами составили 27,5 трлн долл., их требования равнялись 26,2 трлн долл. Экономика развитых стран все более зависит от притока внешних ресурсов; с 1970 по 1999 г. валовой приток иностранного капитала в развитые страны возрос с 2 % ВВП до 17,5 % ВВП, в развивающиеся страны — с десятых долей процента до 6 % ВВП.

Развитие финансовой глобализации стимулируется усилением неравномерности развития и распределения финансовых ресурсов; увеличением активных и пассивных сальдо текущих платежных балансов, острой нехваткой в большинстве стран собственных ресурсов для осуществления инвестиций, покрытия дефицита государственных бюджетов, проведения социально-экономических преобразований, в том числе приватизации, осуществления слияний и поглощений компаний и банков, выполнения долговых обязательств по внутренним и внешним заимствованиям, либерализацией финансовых рынков.

3.1.2. Либерализация и дерегулирование финансовых потоков

Либерализация и дерегулирование финансовых потоков между странами стали важным компонентом стратегии открытой экономики. Эту стратегию начали осуществлять развитые страны с 1970-х гг., потом развивающиеся страны с 1980-х гг., а затем и страны с переходной экономикой, вступившие на путь рыночных преобразований. Финансовая либерализация развивается на двусторонней и многосторонней основе. В 1990-х гг. значительно увеличилось число специальных межгосударственных соглашений по инвестиционным вопросам, в которых закрепляются условия допуска иностранных компаний на рынки и защиты интересов зарубежных инвесторов, а также количество заключивших эти соглашения стран.

Либерализация осуществляется в рамках интеграционных объединений, поощряется международными организациями, в том числе Всемирной торговой организацией (ВТО), Организацией экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), Международным валютным фондом (МВФ) и др. В рамках ГАТТ/ВТО были заключены Генеральное соглашение по торговле услугами, серия соглашений по правам интеллектуальной собственности в связи с торговлей; по мерам в отношении инвестиций, связанных с торговлей; был принят также рекомендательный список видов ограничительной деловой практики. Эти решения призваны упорядочить и дерегулировать валютно-финансовые отношения.

Политика и действия международных организаций и правительств фактически определяются решениями саммитов «большой семерки», ее рабочей группой в составе министров финансов и управляющих центральными банками, а также «группой десяти», объединяющей руководителей финансовых ведомств и центральных банков ведущих развитых стран. В 1980-х гг. в центре внимания «семерки» и ее структур были проблемы, связанные с неуравновешенностью платежных балансов. На саммите 1987 г. были приняты решения в отношении стран с хроническими активами и пассивами текущих платежных балансов.

Странам с активными торговыми и платежными балансами рекомендовалось проводить политику стимулирования экономического роста и внутреннего спроса

в целях уменьшения внешних избыточных сальдо. Странам с дефицитными торговыми и платежными балансами рекомендовалось добиваться дальнейшего сокращения их дефицитов. По прошествии более 15 лет можно констатировать, что решения «семерки» в отношении равновесия платежных балансов не были выполнены. Более того, США продолжают развиваться, имея стабильный крупный дефицит по текущему платежному балансу, за счет активных платежных балансов других стран. И это стало нормой функционирования мировой экономики.

Более результативными оказались рекомендации по либерализации валютно-финансовых рынков. С начала 1993 г. МВФ усилил воздействие на страны-члены по принятию обязательств по статье VIII устава МВФ. Статья запрещает вводить ограничения на осуществление платежей и переводов по текущим международным операциям, участвовать в дискриминационных валютных соглашениях, прибегать к практике множественности валютных курсов без одобрения МВФ.

Одним из пунктов экономического коммюнике саммита «семерки» 1995 г. было требование постоянного поощрения стран к устранению ограничений на рынке капиталов со стороны МВФ и Всемирного банка. Речь шла об отмене ограничений не только на осуществление текущих операций, но и на введение свободной конвертируемости валют в полном объеме, настоятельно диктуемой глобализацией рынка капиталов и введением плавающих валютных курсов. В этой связи в 1996 г. МВФ включил в систему надзора за политикой стран-членов в области валютных курсов и оценку движения капиталов.

Это положение имеет отношение к странам развивающимся и с переходной экономикой, поскольку практически все развитые страны к этому времени уже отказались от контроля над рынками капиталов. МВФ расширил информационное содействие странам-членам, интересующимся международными рынками капиталов. Был принят специальный стандарт на распространение данных путем обогащения статистического аппарата, повышения степени доступности и скорости поступления используемых показателей.

МВФ содействует своевременному опубликованию экономической информации, используемой кредиторами и заемщиками. С сентября 1996 г. он ведет в системе Интернет информационный бюллетень по упомянутому стандарту. Расширение информационной системы МВФ было связано с финансовым кризисом в Мексике. Однако новая система не предотвратила финансовый кризис в азиатском регионе 1997 г., а также в Бразилии и России в 1998 г.

В декабре 1997 г. в рамках Всемирной торговой организации было подписано многостороннее соглашение о либерализации рынка финансовых услуг, в соответствии с которым присоединившиеся к нему страны — члены ВТО (100 стран на декабрь 1997 г.) обязались обеспечить открытость своих финансовых рынков с 1999 г., но в разной степени. Речь идет о снятии барьеров на рынке банковских, страховых сделок и операций с ценными бумагами; о свободном допуске нерезидентов в национальные банковские, страховые и фондовые секторы. Подписанию соглашения предшествовали длительные переговоры и подача планов мероприятий по либерализации собственных рынков.

Многостороннее соглашение о либерализации финансовых услуг призвано способствовать дальнейшему расширению мировых финансовых рынков; оно представляет дополнительные преимущества крупным банкам, страховым компаниям

в их деятельности на рынках других стран, особенно в развивающихся странах. Представители США, ЕС, а также руководство ВТО полагают, что наличие такого документа обеспечит гораздо большую экономическую стабильность как в Азии, так и в других развивающихся регионах, что представляется не бесспорным. Более того, ускоренная либерализация продолжает угрожать стабильности финансовой системы, особенно периферийных стран.

3.1.3. Дефицитная экономика, международные финансы, долги нерезидентам: теоретические аспекты

В условиях глобализации сформировалась мировая дефицитная экономика, которая характеризуется растущим привлечением зарубежных ресурсов из-за нехватки национальных средств для осуществления внутренних инвестиций, реализации структурных преобразований и социально-экономических программ, а также обслуживания внешних обязательств. Главными показателями характера мировой и национальных экономик с точки зрения их дефицитности или самодостаточности служат сальдо текущего платежного баланса, соотношение внутренних инвестиций и сбережений, которые характеризуют страну как импортера или экспортера капитала.

Баланс зарубежных активов (требований) и обязательств (пассивов) подразделяет страны по долговому фактору на чистых должников и чистых кредиторов. Чистые кредиторы, как правило, тоже заимствуют из внешних источников, но их активы превышают пассивы, и они являются дебиторами-кредиторами. Чистые должники (дебиторы-импортеры), в свою очередь, подразделяются на должников состоятельных и несостоятельных, т. е. на страны, своевременно выполняющие свои долговые обязательства, и страны, испытывающие трудности в обслуживании своих внешних долгов.

Дефицитность модели развития определяется хроническим дефицитом текущего платежного баланса и отрицательной кредитной позицией. Она характеризует страну как заемщика, который может и не быть чистым должником, а напротив, может быть чистым кредитором по балансу ранее накопленных международных обязательств и требований. Отрицательное сальдо текущего баланса указывает на то, что платежи превысили поступления и дефицит был покрыт официальными инвалютными резервами или из иностранных источников.

Чистая отрицательная кредитная, а точнее — заемная позиция свидетельствует о превышении инвестиций над внутренними сбережениями и о том, что нехватка была восполнена привлечением внешних ресурсов. В кризисной экономике внешние ресурсы используются не столько на покрытие внешних дефицитов или осуществление реформ, сколько на наполнение доходной части бюджета, покрытие внутренних дефицитов, выплату заработной платы, пенсий и т.п. Теоретически привлеченные международные средства для покрытия дефицита могут выступать в формах, не образующих долговых обязательств, это прямые инвестиции, акции, безвозвратные субсидии или гранты. На практике дефицитная экономика обязательно привлекает международные кредитные средства, которые образуют долги нерезидентам, т. е. внешние долги.

Дефицитные экономики при определенных условиях приобретают черты долговых (заемных) экономик. Дефицитные экономики с долговыми характери-

ками восполняют нехватку национальных ресурсов в значительной мере привлечением кредитных средств. У них высокая доля долговых обязательств в составе пассивов; внешние долги имеют большой удельный вес в ВВП, в экспорте товаров и услуг. Долговые экономики характеризуются растущим объемом внешнего долга и платежей; новые заимствования и обслуживание внешних долгов становятся важнейшим условием их функционирования и одним из основных направлений государственной политики.

Причиной, заставляющей страны расплачиваться по своим внешним обязательствам, является угроза ответных мер со стороны кредиторов. Это может быть конфискация активов страны-должника, находящихся на территории страны-кредитора (здания, земля, суда в морских портах, самолеты в аэропортах, депозиты в банках), которые могут быть обращены в погашение долга; а также полное прекращение двусторонней торговли или введение эмбарго на поставки ключевых товаров и предоставление частных кредитов, приостановление официального финансирования и т.п.

В современной экономике можно выделить два основных типа дефицитных и долговых экономик — развитых и периферийных стран. Дефицитные экономики различаются по уровню и динамике развития, по тяжести долговой нагрузки и степени долговой зависимости, а также по структуре привлекаемых иностранных ресурсов, внешних долгов и платежей и т. п. Развитые дефицитные и даже долговые экономики (например, США) могут быть благополучными и даже процветающими. Периферийные экономики с хроническими дефицитами чаще всего бывают стагнирующими и даже кризисными. Функционирование дефицитных и долговых экономик обеспечивается привлечением международных финансов!

В состав международных финансов, которые обеспечивают внешнее финансирование национальных экономик, входят все средства, которые могут быть получены на тех или иных условиях из любых внешних источников. С точки зрения страны-реципиента, международные финансы — это финансы нерезидентов как физических, так и юридических лиц, а также международных организаций и международных финансовых рынков, выраженные в любой валюте.

К международным финансам относятся финансы, которые поступили в международный оборот и используются в международных экономических отношениях, т.е. в отношениях резидентов с остальным миром. Международные финансы обслуживают, во-первых, экономические связи между резидентами разных стран и их сотрудничество; во-вторых, отношения резидентов стран мира с многосторонними институтами (с международными и региональными организациями); в-третьих, операции резидентов разных стран на международных финансовых рынках.

В состав международных финансов входят частные и официальные финансы иностранных государств, а также подлинно международные финансы, которые утратили связь со страной происхождения, поступив в распоряжение международных организаций или на евровалютные рынки, на которых операции осуществляются в оффшорных (вненациональных) евровалютах. Международные финансы являются частью мировых (глобальных) финансов, которые кроме международных финансов включают и внутренние финансы стран мира. Базовый источник международных финансов — государственные и частные сбережения стран мира,

часть которых изымается из национальной экономики и по тем или иным мотивам и на тех или иных условиях помещается в зарубежные экономики, предоставляется международным организациям или поступает на международные финансовые рынки.

Международные финансы пополняются из внутренних финансов, которые принадлежат резидентам, обслуживают их потребности и отношения с другими резидентами, осуществляемые в местной валюте на основе национального законодательства. В качестве резидентов могут выступать государственные институты, частные юридические и физические лица. Внутренние финансы являются частью национальных финансов, которые включают также финансы, обслуживающие экономические отношения резидентов данной страны с внешним миром, что отражается в платежном и расчетном балансах.

Годовой платежный баланс показывает, как складывались внешнеэкономические отношения страны в течение прошедшего года: ее платежи/поступления по экспорту/импорту товаров, услуг, включая доходы/платежи по капиталу (проценты, дивиденды, прибыль); приток/отток краткосрочных и долгосрочных капиталов; изменения в официальных резервах. Отрицательное сальдо текущего платежного баланса указывает на то, что страна является чистым импортером капитала, положительное сальдо — чистым экспортером капитала.

Расчетный баланс показывает позицию страны по международным инвестициям, ее требования (активы) к другим странам и ее обязательства (пассивы) перед иностранными кредиторами и инвесторами. Активы страны по международным инвестициям включают: прямые инвестиции резидентов за рубежом; портфельные инвестиции в виде долговых ценных бумаг и акций, приобретенные у нерезидентов местными физическими и юридическими лицами; а также банковские активы страны и ее требования на получение выданных ранее межгосударственных кредитов иностранным заемщикам и т. п.

В состав обязательств по международным инвестициям входят: прямые иностранные инвестиции (ПИИ); портфельные инвестиции — международные и внутренние долговые ценные бумаги и акции, эмитированные резидентами и приобретенные нерезидентами, обязательства по ссудам и займам, полученным от иностранных и международных банков и других финансовых институтов, обязательства по межгосударственным кредитам и т. п. Баланс активов и пассивов по международным инвестициям показывает чистую внешнюю задолженность страны, определяет ее как чистого кредитора при превышении активов над обязательствами или как чистого должника при превышении обязательств над активами.

Международные финансы являются, с одной стороны, источниками международного финансирования для принимающих стран; с другой стороны, они служат источником получения дохода для кредиторов и инвесторов стран происхождения. Международное финансирование может принимать кредитные и не кредитные формы. Международные кредитные средства предоставляются на определенный срок и подлежат своевременному возврату кредитору в полном объеме с выплатой процентов. Обратная сторона международного кредита — долговые обязательства по внешним заимствованиям, которые подлежат своевременному текущему обслуживанию в виде выплаты амортизации и процентов и окончательному погашению в согласованный срок.

Уровень процента, льготный период, срок погашения кредита и другие условия международного кредитования определяются многими факторами, но важнейшим является кредитный рейтинг заемщика. Кредитный рейтинг рассчитывается авторитетными международными организациями на основе многочисленных показателей, характеризующих экономическое положение заемщика с учетом социально-политических факторов. Кредитный рейтинг может быть инвестиционным и спекулятивным. Первокласный заемщик с высоким инвестиционным рейтингом получает займы ресурсы по более низкой цене. Заемщик с низким спекулятивным рейтингом может рассчитывать только на дорогие кредитные средства, ибо кредитор страхуется от рисков посредством ужесточения условий и поднятия процентной ставки.

Международный кредит (заем) может быть официальным (публичным) или частным. Официальные займы и кредиты предоставляют международные и региональные кредитные организации, а также публичные органы власти зарубежных стран, включая центральные правительства и местные органы власти. Официальные финансовые средства предоставляются странам-реципиентам на льготных, нерыночных условиях, их источником служат бюджетные средства налогоплательщиков. Международные межгосударственные организации, в том числе МВФ, Всемирный банк, ЕБРР, в основном формируют свои фонды за счет взносов государств-членов; некоторые организации осуществляют крупные заимствования на международных финансовых рынках.

Большинство международных кредитных организаций предоставляют свои средства только суверенным заемщикам (центральным правительствам); некоторые из них финансируют частные проекты принимающих стран. Займы, предоставляемые международными кредитными организациями суверенным заемщикам, обычно обусловлены и имеют целевое назначение. МВФ, например, предоставляя заем той или иной стране — члену фонда, требует от страны-получателя разработки и принятия определенных обязательств в виде стабилизационной или структурной программы.

МВФ осуществляет мониторинг (контроль) выполнения мероприятий в рамках принятой программы и предоставляет заем по частям (траншами) в зависимости от результатов выполнения программы. Невыполнение принятых страной обязательств может повлечь за собой отказ МВФ в предоставлении очередного транша. Кредиты МБРР, МФК, ЕБРР и других региональных банков имеют целевое назначение и выдаются под определенный проект. Международная кредитная организация, как правило, осуществляет частичное первоначальное финансирование проекта, остальные средства поступают от частных иностранных кредиторов под гарантию международного кредитора, который в дальнейшем изымает свои капиталовложения.

В международных публичных финансах особое место занимает система официального финансирования развивающихся и переходных стран, которая включает финансирование развития и экспортные кредиты с государственной страховкой и гарантией. Официальное финансирование развития включает и безвозвратные субсидии (гранты), и прощение долгов, но в основном это возвратные льготные средства. Большую часть финансирования развития составляет официальная помощь развитию, которую предоставляют правительства развитых и некоторых

развивающихся стран, а также международные и региональные организации на особо льготных условиях с грант-элементом не менее 25 %.

Частное зарубежное кредитование осуществляют частные банки и другие финансовые организации, а также нефинансовые корпорации из собственных или заемных средств. К кредитным формам внешнего финансирования относятся заимствования на частных рынках краткосрочного и долгосрочного капитала посредством получения банковских кредитов, преимущественно синдицированных, а также эмиссии (продажи) облигаций и других долговых ценных бумаг на территории иностранных государств или продажи внутренних долговых ценных бумаг нерезидентам. Таким образом рынок международного частного кредита включает банковское кредитование, а также рынок долговых ценных бумаг, на котором оперируют резиденты разных стран.

Международное финансирование может также принимать формы, не образующие долговых обязательств по отношению к инвестору. Такое финансирование осуществляется посредством прямых иностранных инвестиций, а также портфельных инвестиций в акционерный капитал иностранных предприятий или продажи корпоративных акций нерезидентам. Международные финансы можно подразделить на рыночные (торгуемые) и нерыночные.

Не поступают на рынок и не торгуются официальные финансы иностранных государств и международных организаций, а также финансы, вывезенные в зарубежные страны посредством прямого инвестирования. Рыночные международные финансы — это финансы государственных и частных структур стран мира, помещенные на международные финансовые рынки посредством депонирования в международных банках или покупки международных ценных бумаг, включая долговые ценные бумаги, акции и деривативы. Рыночные международные финансы предоставляются реципиентам на рыночных условиях, соответствующих кредитному рейтингу страны-получателя.

Внешние долги можно классифицировать по кредиторам, по заемщикам, по срокам. По типу заемщика внешние долги могут быть государственными, гарантированными государством и частными. Государственными являются долги центрального и местного правительств и автономных правительственных учреждений. Первоочередными являются обязательства по суверенным долгам, к которым относятся обязательства центрального правительства. К гарантированным государством относятся долги частных фирм, платежи по которым гарантируются и страхуются государством.

Частным негарантированным долгом является долг, образованный в результате получения фирмами кредитов и займов, размещения ими облигаций на финансовом рынке и получения других кредитов. Правительства стран с низким кредитным рейтингом вынуждены широко практиковать предоставление гарантий частным национальным заемщикам, обременяя тем самым государственный бюджет. В структуре долгосрочного долга таких стран доля частного негарантированного государством долга низкая. В странах развивающихся и с переходной экономикой большая часть внешних долговых обязательств приходится на государственный и гарантированный государством долг; в развитых странах преобладают долги частного сектора.

Страны с высоким инвестиционным рейтингом и с дефицитной экономикой только при особых обстоятельствах используют официальные источники финан-

сирования. Они привлекательны для прямых иностранных инвесторов, а также для нерезидентов, охотно вкладывающих свои средства во внутренние государственные и корпоративные ценные бумаги. Кроме того такие страны имеют свободный доступ на международные финансовые рынки, откуда они получают синдицированные банковские кредиты, где они эмитируют свои долговые ценные бумаги и акции, высокопрофессионально управляют рисками и получают спекулятивные доходы посредством использования производных финансовых инструментов (деривативов). Основная часть их внешних долгов представлена в обязательствах по банковским кредитам, полученным от нерезидентов, и в долговых ценных бумагах, купленных нерезидентами.

Страны с дефицитными экономиками, с низким кредитным (спекулятивным) рейтингом и с формирующимися рынками, в число которых входят большинство развивающихся и переходных к рынку стран, не имеют свободного доступа к международным частным ресурсам. Для таких стран заимствования из международных частных источников ограничены, дороги, а иногда и недоступны. Они вынуждены обращаться к публичным кредиторам зарубежных стран и к международным организациям.

В современной экономике можно выделить несколько типов дефицитных и долговых экономик по уровню и динамике развития, тяжести долговой нагрузки и степени долговой зависимости, по структуре привлекаемых иностранных ресурсов, внешних долгов и платежей и т. п. Экономике развитые, развивающиеся и переходные с дефицитами и долговыми характеристиками качественно отличаются друг от друга. Экономике многих развитых и некоторых развивающихся стран с чистой внешней задолженностью успешно развиваются, получая постоянный приток иностранных ресурсов. Дефицитные экономики многих периферийных стран уязвимы, нестабильны и подвержены кризисам, хотя некоторым из них удалось преодолеть серьезные трудности и достичь определенных успехов в своем развитии.

Развивающиеся страны с долговыми экономиками мало привлекательны для иностранных частных инвесторов. Чаще всего они неплатежеспособны из-за непосильной для их экономики долговой нагрузки, хронически испытывают серьезные трудности в обслуживании своих долговых обязательств и допускают просрочки. Они вынуждены брать новые кредиты у официальных кредиторов, вести переговоры о реоформлении долгов и платежей и выполнять требования международных публичных кредиторов по стабилизации и структурной перестройке своей экономики. Несостоятельные должники с трудностями в обслуживании долга определяются по данным за последние пять лет, в течение которых они допускали просрочки или их долги реструктурировались.

Долговая нагрузка и платежеспособность стран-должников определяются состоянием их реальной экономики, ее адекватностью мирохозяйственным условиям; их умением управлять своим долгом и другими национальными и мирохозяйственными факторами. А именно:

- состоянием текущего платежного баланса и государственного бюджета;
- соотношением внутренних сбережений и инвестиций; уровнем мировых цен на продукцию и услуги национального экспорта и импорта;

- соотношением экспортных и импортных цен («условиями торговли»);
- валютным курсом и паритетом покупательной способности национальной валюты;
- объемом притока/оттока капитала;
- уровнем ставок процента и другими условиями внешнего частного кредитования;
- притоком льготных и безвозвратных официальных ресурсов;
- мероприятиями по снижению долговой нагрузки и т.д.

Тяжесть долговой нагрузки определяется многими показателями, признанными Всемирным банком, важнейшие из них следующие:

- отношение общей суммы долга к ВВП;
- отношение общей суммы долга к доходам от экспорта товаров и услуг;
- отношение платежей по обслуживанию долга к ВВП;
- отношение платежей по государственным обязательствам к бюджетным доходам;
- отношение долговых платежей к экспорту товаров и услуг;
- отношение процентных платежей к экспорту товаров и услуг;
- отношение официальных резервов к общей сумме внешнего долга;
- доля краткосрочного долга в общей сумме внешнего долга;
- доля концессионного долга в общей сумме долга;
- доля долга многосторонним кредиторам в общей сумме долга;
- доля долга частным кредиторам, в том числе банкам и другим, в общей сумме внешнего долга;
- котировка долговых обязательств на вторичном рынке ценных бумаг, которая определяет кредитный рейтинг страны.

Долговую зависимость страны можно измерить уровнем тяжести долговой нагрузки страны по обязательствам перед нерезидентами. Верхним пределом оптимальности внешнего долга (на основе кривой Лэффса), который теоретически позволяет обслуживать внешний долг, считается отношение общей суммы долга к ВВП до 40 %, к экспорту товаров и услуг — до 200-250 %; платежей по обслуживанию долга к экспорту товаров и услуг — до 20—25 %. По этим показателям определяется уровень внешней задолженности, которая может быть умеренной или чрезмерной. Чрезмерная внешняя задолженность означает, что страна находится на грани дефолта по внешним долгам.

Однако, и умеренная с точки зрения абсолютных показателей задолженность может превышать платежеспособность и оказаться непосильной для конкретной страны-должника. При выработке политики кредиторов в отношении стран-должников кроме уровня задолженности учитывается и уровень развития производительных сил. Концептуально разработана и практически предоставляется государствами-членами Парижского клуба помощь странам с низким уровнем развития и чрезмерной задолженностью с целью снизить уровень внешнего долга и платежей по его обслуживанию хотя бы до предельных величин путем частичного списания, конвертации долгов в другие активы со снижением и т. п.

3.2. Показатели дефицитности национальных экономик

3.2.1. Сальдо текущего платежного баланса

Развивающийся процесс финансовой глобализации формирует и обеспечивает жизнедеятельность дефицитных национальных экономик и мировой экономики в целом. Более 25 лет мировая экономика развивается в дефицитном режиме с постоянным отрицательным сальдо по мировым текущим расчетам и с превышением мировых инвестиций над мировыми сбережениями (табл. 3.1-3.3). Большинство стран мира имеют дефицитную экономику, постоянно восполняющую нехватку собственных ресурсов привлечением иностранных сбережений.

Внешние заимствования, долги кредиторам-нерезидентам и их обслуживание прочно вошли в механизм функционирования национальных экономик, превратив все страны мира в заемщиков. Немногие из них используют внешние ресурсы, обладая достаточными и даже избыточными собственными средствами. Абсолютное большинство стран мира — чистые должники с дефицитными экономиками; среди чистых должников почти все государства развивающегося мира и с переходными экономиками. Чистыми должниками по балансу международных активов и пассивов является большинство развитых государств.

Таблица 3.1
Сальдо текущего платежного баланса в 1985-2000 гг.¹

п/п	Страны	Сальдо текущего платежного баланса в различные отрезки времени (в млрд долл.)							
		1985- 1994 ²	1995- 2000 ²	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1	Развитые страны	-57,3	-40,5	56,7	48,9	85,8	-15,8	-194,1	-224,7
2	США	-104,9	-223,4	-109,5	-123,3	-140,5	-217,1	-331,5	-418,5
3	ЕС	-13,9	70,9	55,6	90,8	124,9	90,6	25,1	38,7
4	Япония	84,9	103,4	111,4	65,8	94,1	121,0	106,8	121,2
5	НИС ЮВА	17,5	33,0	5,9	0,3	9,7	67,9	62,5	51,1
6	Развивающиеся страны	-47,2	-54,4	-98,1	-74,3	-57,7	-93,6	-24,1	21,1
7	Страны с переходной экономикой	19	-10,3	-1,4	-16,8	-20,4	-26,4	-3,8	6,9
8	Мир	-107,6	-75,7	-42,0	-47,3	13,8	-68,8	-162,1	-148,0

Важнейшим показателем внешнеэкономического состояния страны является сальдо текущего платежного баланса. В первые послевоенные десятилетия несбалансированность текущих платежей имела скромные размеры, хотя и приводила

¹ IMF. World Economic Outlook. - Wash., October 1993. - P. 161; October 1998. - P. 207; October 2000. - P. 233.

² Среднегодовые данные.

к кризисам платежеспособности отдельных стран, в том числе и развитых, при этом совокупное сальдо развитых стран и мира оставалось положительным. В 1970-х гг. резко увеличилась несбалансированность текущих расчетов, чему способствовал ряд факторов

Большое воздействие на международные финансовые потоки и накопление долларов у нерезидентов оказал кризис национальной валюты США. Бегство долларов из США, принявшее масштабный характер с конца 1960-х гг., валютные интервенции центральных банков развитых стран в рамках «золотого пула» (до 1968 г.) по поддержанию курса доллара значительно увеличили долларové ресурсы стран с активными текущими балансами (ФРГ, Японии и др.). Отмена обратимости доллара в золото в августе 1971 г. привела к еще большей долларизации мировой экономики, наполнению еврорынков, расширению мировых ликвидных ресурсов за счет неконтролируемого потока долларов.

«Нефтяные шоки» 1970-х гг. вызвали резкий дисбаланс международных текущих платежей, а свободные валютные ресурсы стран-экспортеров нефти стали основным источником международного кредитования. В 1974 г. впервые за послевоенные годы совокупное сальдо текущего платежного баланса промышленно развитых стран стало отрицательным в размере 33 млрд долл. Их затраты на импорт нефти составили около 60 млрд долл., в том числе платежи США возросли втрое и достигли 25 млрд долл.

Несмотря на приток 11 млрд «нефтедолларов», в 1974 г. в США образовался дефицит текущего баланса, который был покрыт долларовой эмиссией. Дефицит баланса Великобритании по текущим операциям был профинансирован притоком «нефтедолларов» и заимствованиями на рынке евродолларов; Франции — иностранными займами; Италии — еврокредитами и заимствованиями у МВФ и стран ЕС, в том числе у ФРГ под залог золота; с дефицитом были сведены и текущие балансы ФРГ и Японии. В результате внешняя задолженность развитых стран в 1974 г. возросла на 25 млрд долл.

Таким образом, в первой половине 1970-х гг. в мировую практику вошли крупные заимствования на международном рынке капиталов, а рынок евродолларов стал основным источником финансирования дефицитов текущих платежных балансов. Начался современный этап финансовой глобализации, сопровождаемый общемировым дефицитом по текущим расчетам, с середины 1970-х гг. и до начала нового века совокупное сальдо текущего платежного баланса развитых стран в среднегодовом исчислении оставалось отрицательным, но «виновники» дефицита менялись.

До начала 1980-х гг. дефицит по текущим расчетам сохранялся по вине стран ЕС и Японии, при этом США имели положительное сальдо по текущим операциям в среднегодовом исчислении. В 1981 г. Япония преодолела негативную тенденцию и вышла на положительные значения по текущим расчетам. В начале 1980-х гг. разразился экономический кризис в развитых странах, а в 1982 г. начался международный кризис внешней задолженности. Увеличились дефициты текущих балансов развивающихся стран, даже страны ОПЕК имели дефицит в 1982-1989 гг. Совокупное отрицательное сальдо развивающихся стран за 1982-1989 гг. в среднегодовом исчислении составило 39,3 млрд долл., в 1995-2000 гг. — 54,4 млрд долл.; стран с переходной экономикой в 1985-2000 гг. — 5,0 млрд долл.

С 1980-х гг. главным фактором неуравновешенности международных текущих расчетов становится хронический дефицит текущего баланса США. В 1982-1994 гг. он составил в среднегодовом исчислении 90,5 млрд долл., в 1995-2000 гг. — 233,4, в 2001 г. — 393,9 млрд долл. Дефицитность американского баланса по текущим расчетам определяется огромным отрицательным сальдо по внешней торговле, которое впервые с конца прошлого века образовалось в 1971 г. и со второй половины 1970-х гг. стало хроническим. В 1985-1989 гг. отрицательное сальдо США по торговле в среднегодовом исчислении составило 133,9 млрд долл., в 1990-2000 гг. — 172,4 млрд долл.; в 2001 г. — 424,2 млрд долл.

В 1990-е гг. заметно снизились доходы США по другим статьям текущего платежного баланса. Совокупный дефицит текущего платежного баланса США, превысивший за 1983-2000 гг. 2 трлн долл., был в 1,5-2 раза перекрыт притоком иностранных ресурсов. Совокупное среднегодовое сальдо текущего платежного баланса стран ЕС за 1985-2000 гг. составило плюс 17,9 млрд долл. Отдельные страны имели дефицит, в том числе в 1993-2001 гг. это были Великобритания, Германия, Греция, Исландия, Испания, Португалия. Чистым кредитором остается Япония, ее совокупный актив по текущим расчетам за 1981-2000 гг. превысил 1,5 трлн долл.

Анализ платежных балансов стран мира свидетельствует о том, что несбалансированность текущих платежей сопровождает развитие мировой экономики все послевоенные десятилетия. С 1974 г. и до начала нового века международные расчеты сводились с дефицитом; совокупное отрицательное сальдо стран мирового сообщества за 1985-2000 гг. составило более 1,5 трлн долл. Мировая экономика функционирует в дефицитном режиме, что является главным фактором расширения финансового сотрудничества и увеличения мировой внешней задолженности в условиях возрастающей международной мобильности и глобализации капитала.

3.2.2. Чистая кредитная позиция по балансу сбережений и инвестиций

Наряду с текущим платежным балансом важнейшим показателем, определяющим чистую кредитную/заемную позицию мировой экономики, отдельных групп и стран, является баланс внутренних сбережений и инвестиций. Превышение инвестиций над сбережениями характеризует экономику как дефицитную, превышение сбережений над инвестициями — как кредитную. Отношение сальдо инвестиций и сбережений к мировому ВВП в процентах показывает норму чистого кредитования, которая может быть положительной или отрицательной (заемной).

В 1978-1993 гг. мировая чистая кредитная позиция была отрицательной, поскольку мировые инвестиции превысили сбережения мира на 1,1 % мирового ВВП. В 1994-2000 гг. мировые сбережения достигли среднего уровня предыдущего периода и составили 23,6 % ВВП, мировые инвестиции — 23,7 %. Чистая кредитная позиция мира оставалась отрицательной до 1998 г., к 2000 г. норма чистого кредитования поднялась до 0,1 % ВВП (табл. 3.2).

США выделяются низкой нормой сбережений и инвестиций, а также высокой нормой чистого заимствования, которая с 1985 по 2000 г. в среднегодовом исчислении не опускалась ниже 2 % ВВП, что лишний раз подтверждает дефицитный

характер экономики США. Доля и роль иностранных ресурсов во внутренних инвестициях в американскую экономику на протяжении рассматриваемого периода возрастала. В 1978-1984 гг. приток иностранных ресурсов обеспечивал около 7 % внутренних инвестиций США, в 1985-1993 гг. - 10,6 %, в 2000 г. - 16,4 %.

Таблица 3.2
Нормы сбережений, инвестиций
и чистого кредитования мира, развитых стран и НИС ЮВА в 1978-2000 гг.¹

Показатели чистой заемной/ кредитной позиции стран	Баланс национальных сбережений и инвестиций в различные отрезки времени по группам стран (в % ВВП)								
	1978- 1984	1985- 1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
МИР									
Норма сбережений	23,3	22,9	23,1	23,5	23,4	23,9	23,3	23,2	23,8
Норма инвестиций	24,4	24,0	23,8	24,3	24,0	24,1	23,4	23,2	23,7
Норма чистого кредитования	-1,1	-1,1	-0,7	-0,8	-0,6	-0,2	-0,1	0,0	0,1
США									
Норма сбережений	19,7	16,9	16,4	17,0	17,3	18,1	18,8	18,5	18,2
Норма инвестиций	21,2	18,9	18,8	18,7	19,1	19,9	20,8	21,1	21,9
Норма чистого кредитования	-1,5	-2,0	-2,4	-1,7	-1,8	-1,8	-2,0	-2,6	-3,6
ЕС									
Норма сбережений	20,7	20,4	19,8	20,6	20,4	21,0	21,3	20,9	21,3
Норма инвестиций	21,5	21,2	19,7	20,0	19,4	19,6	20,5	20,7	20,9
Норма чистого кредитования	-0,8	-0,8	0,1	0,6	1,0	1,4	0,8	0,2	0,4
Япония									
Норма сбережений	31,2	33,1	31,5	30,7	31,5	31,4	29,9	28,6	29,0
Норма инвестиций	30,1	30,4	28,7	28,6	30,0	29,1	26,7	26,1	26,2
Норма чистого кредитования	1,0	2,7	2,8	2,1	1,5	2,3	3,2	2,5	2,9
НИС ЮВА									
Норма сбережений	н. д.	35,6	33,6	33,7	32,8	32,7	33,3	32,8	32,3
Норма инвестиций	н. д.	29,9	31,9	32,7	32,2	30,8	23,3	25,2	26,8
Норма чистого кредитования	н. д.	5,7	1,8	1,1	0,6	1,9	10,1	7,7	5,5

ЕС-15 в 1978-1993 гг. в среднегодовом исчислении имел отрицательную норму чистого кредитования и был чистым импортером капитала. В 1994-2000 гг. сбережения превысили инвестиции в среднем на 0,6% ВВП, создав некоторые предпосылки для вывоза капитала. Япония имеет самую высокую среди развитых стран норму сбережений и инвестиций в сочетании с положительной чистой нормой кредитования, т. е. остается чистым экспортером капитала. В 1994-2000 гг. в условиях больших экономических трудностей и реформ норма чистых сбережений и инвестиций Японии существенно снизилась, однако ее среднегодовая норма чистого кредитования сохранилась на уровне 2,5 % ВВП.

Новые индустриальные страны Юго-Восточной Азии (Гонконг, Сингапур, Тайвань и Южная Корея), которых МВФ относит к продвинутым (*advanced*) странам, развиваются по японской модели, имеют высокую норму сбережений и инвестиций. Их чистая норма кредитования (в среднегодовом исчислении) поднялась с 5,7 % ВВП в 1985-1993 гг. до 8,9 % ВВП в 1998-1999 гг.

Группа развивающихся стран в составе 128 государств испытывает острую нехватку сбережений и имеет чистую заемную позицию; ее норма чистого заимствования в 1978-1993 гг. составила 1,7 % ВВП, в 1994-2000 гг. - 0,7 % ВВП. В тяжелом положении находится Африка, где инвестиции поддерживаются за счет притока иностранных ресурсов в размере 2,1-3,0 % ВВП, и Латинская Америка, где внутренние инвестиции поддерживаются привлечением иностранных средств в размере 2,1 % ВВП в 1978-1993 гг. и 2,9 % ВВП в 1994-2000 гг. Развивающиеся страны Азии наращивают норму сбережений и инвестиций, приближаясь к показателям НИС ЮВА. До 1996 г. они оставались чистыми импортерами капитала, а в 1997-2000 гг. их сбережения превысили инвестиции в среднем на 1,8 % ВВП (табл. 3.3).

Страны с переходной экономикой в составе 28 государств являются чистыми импортерами капитала (в среднегодовом исчислении). В 1999-2000 гг. они имели положительные значения по норме чистого кредитования, однако это произошло за счет снижения нормы инвестиций.

Таблица 3.3
Нормы сбережений, инвестиций и чистого кредитования
стран развивающихся и с переходной экономикой в 1978-2000 гг.¹

Показатели чистой заемной/ кредитной позиции стран	Баланс национальных сбережений и инвестиций в различные отрезки времени по группам стран (в % ВВП)								
	1978- 1984	1985- 1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Развивающиеся страны									
норма сбережений	22,4	23,5	26,7	26,9	26,6	27,2	26,0	25,8	26,7
норма инвестиций	23,9	25,4	27,9	28,8	27,8	27,6	26,5	25,7	26,2
норма чистого кредитования	-1,5	-1,9	-1,2	-1,9	-1,2	-0,4	-0,5	0,1	0,5

Продолжение

Там же.

¹ IMF. World Economic Outlook. - Wash., October 2000. - P. 266-270.

Таблица 3.3 (продолжение)

Показатели чистой заемной/кредитной позиции стран	Баланс национальных сбережений и инвестиций в различные отрезки времени по группам стран (в % ВВП)								
	1978-1984	1985-1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Африка									
Норма сбережений	21,0	16,9	16,3	15,7	16,5	16,0	16,2	16,4	18,8
Норма инвестиций	23,0	19,3	19,8	19,7	18,4	18,4	20,4	20,3	20,1
Норма чистого кредитования	-2,1	-2,4	-3,5	-3,9	-1,9	-2,4	-4,2	-4,0	-1,3
Азия									
Норма сбережений	25,1	28,7	33,5	32,9	32,5	33,5	32,7	31,5	31,9
Норма инвестиций	26,1	30,0	33,8	34,6	33,5	32,4	30,1	29,6	30,1
Норма чистого кредитования	-1,0	-1,3	-0,3	-1,7	-1,0	1,1	2,6	1,9	1,8
Латинская Америка									
Норма сбережений	18,9	19,2	18,6	19,0	19,3	19,3	17,5	17,3	17,9
Норма инвестиций	21,5	20,9	21,5	21,3	21,2	22,6	22,2	20,1	20,6
Норма чистого кредитования	-2,6	-1,7	-2,9	-2,3	-1,9	-3,2	-4,7	-2,8	-2,7
Страны с переходной экономикой									
Норма сбережений	н. д.	н. д.	24,4	23,8	21,9	21,3	17,9	22,3	23,8
Норма инвестиций	н. д.	н. д.	24,9	24,6	24,4	24,0	21,2	20,5	21,2
Норма чистого кредитования	н. д.	н. д.	-0,6	-0,9	-2,5	-2,7	-3,3	1,8	2,6

3.3. Долговая экономика

3.3.1. Мировая внешняя задолженность: показатели и объем

Совокупные долговые обязательства всех стран мира перед нерезидентами образуют мировую внешнюю задолженность, которая в 2001 г. составила более 17 трлн долл. Само понятие мировой внешней задолженности возникло в связи с образованием совокупной внешней задолженности группы развитых стран и превращением США в чистого международного должника. Все развитые страны — крупные заемщики; многие из них являются чистыми должниками по накопленным обязательствам. По западной методологии, чистая (нетто) внешняя задолженность определяется по балансу международных обязательств (пассивов) и требований (активов). Пассивы (с плюсом) включают иностранные активы (собственность) в стране; активы (с минусом) — это зарубежная собственность резидентов. Группа развитых стран

стабильно имеет превышение обязательств над требованиями, и их совокупная чистая внешняя задолженность составила в 1998 г. 1042 млрд долл., увеличившись с 1992 г. в 6,8 раза, в 2001 г. — 1250 млрд долл., при этом шесть стран оставались чистыми кредиторами (Бельгия, Германия, Италия, Франция, Швейцария, Япония), из них стабильными кредиторами являются Швейцария и Япония, другие кредиторы имеют небольшое превышение активов над пассивами (табл. 3.4).

Подсчет внешней задолженности по балансу международных активов и пассивов с включением не образующих долгов финансовых средств, как это принято в американской статистике, не совсем корректен. Более того, такой показатель несопоставим с показателями внешней задолженности развивающихся и переходных стран, где учитываются несбалансированные, валовые долги перед нерезидентами. Подсчитывать валовой внешний долг развитых стран можно по двум показателям — по объему пассивов за вычетом прямых инвестиций и акций, в 2001 г. — 17,2 трлн долл., или в объеме обязательств по долговым ценным бумагам и по банковским кредитам — 13,9 трлн долл.

Развитые страны решают проблему нехватки сбережений за счет притока иностранных ресурсов как из других развитых, так и из развивающихся и переходных стран. Приток иностранного капитала к началу нового столетия составил более 17 % ВВП, в том числе прямых инвестиций — свыше 6 % ВВП. В чрезвычайных обстоятельствах они получают поддержку со стороны других развитых стран; уже 25 лет они не обращаются к ресурсам международных кредитных организаций. Финансовые и нефинансовые корпорации, а также другие юридические и частные лица развитых стран заимствуют преимущественно на международных кредитных рынках.

Не имея серьезных проблем в частном секторе, развитые страны, как правило, испытывают нехватку государственных средств. В совокупности они имеют отрицательную норму чистого кредитования по публичным финансам, которая составила в 1986-1993 гг. 3,5 % ВВП, в 1994-2000 гг. — 2,3 % ВВП. Правительства и другие органы власти развитых государств активно заимствуют посредством эмиссии ценных бумаг, что увеличивает государственную задолженность. Высокие государственные долги имели многие страны ЕС — будущие члены валютного союза, вступление в который было обусловлено 60 %-ным размером государственного долга к ВВП.

Совокупный чистый государственный долг стран еврозоны в среднегодовом исчислении за 1995-1999 гг. составил 64,7% ВВП. Показатели выше среднего уровня еврозоны имели Бельгия, Италия, Греция, Нидерланды; ниже 60 % ВВП — Великобритания, Германия, Франция, Финляндия. В 2000-2001 гг. чистый совокупный государственный долг еврозоны сохранялся на допустимом уровне, за исключением Италии, Греции, валовой — 70,5 % ВВП.

Чистый государственный долг США и Японии в 1984-2001 гг. был ниже 60 % ВВП; валовой государственный долг США несколько превышал условный предел в 60 % ВВП, Японии — возрос с 70,6 до 142 % ВВП в 2001 г. Доля нерезидентов на рынке государственного долга (т. е. внешний долг) большинства развитых стран в 2000 г. составила около 1/3, за исключением Японии (7 %), где государство заимствует в основном на внутреннем рынке. В отличие от развитых государств в государственном долге развивающихся стран преобладают внешние

Таблица 3.4
Международная инвестиционная позиция развитых стран в 2001 г.¹

№ п/п	Страны	Активы (в млрд долл.)					Обязательства (в млрд долл.)				
		Всего	ПИИ	Акции	ДЦБ	Банки	Всего	ПИИ	Акции	ДЦБ	Банки
1	Австралия	240	91	64	15	22	429	196	89	154	48
2	Австрия	267	28	37	82	84	311	35	14	158	88
3	Бельгия	745	175	124	177	163	603	188	12	112	246
4	Великобритания	4606	935	558	745	1641	4664	504	794	626	1888
5	Германия	2669	505	510	495	768	2567	447	296	740	863
6	Греция	61	6	1	7	22	109	12	8	46	15
7	Дания	224	43	55	29	56	251	47	26	77	60
8	Исландия	4	н/д	н/д	н/д	н/д	9	н/д	н/д	н/д	н/д
9	Испания	597	190	68	134	87	717	164	88	164	226
10	Италия	1066	182	239	312	118	1047	108	36	525	261
11	Канада	568	244	123	22	68	696	201	55	275	118
12	Нидерланды	1142	310	253	221	203	1184	238	369	193	269
13	Новая Зеландия	32	7	7	5	н/д	71	20	4	20	н/д
14	Португалия	153	25	8	35	44	197	33	13	39	84

15	США	6863	2290	1565	546	1417	9172	2527	1534	2598	1421
16	Финляндия	166	58	20	36	31	261	25	128	48	31
17	Франция	2397	907	185	490	450	2247	561	416	497	543
18	Швейцария	1320	236	247	248	375	983	105	322	28	399
19	Швеция	365	115	89	44	56	424	77	107	118	81
20	Япония	2881	300	227	1062	467	1521	50	376	290	568
	Итого	26213	6647	4380	4705	6072	27463	5538	4689	6708	7209

обязательства, которые составляют 50 % и более. Так, например, в 2000 г. внешний долг Индонезии к ВВП равнялся 93,8 %, Филиппин — 78,9 %, Аргентины, Малайзии, Таиланда и Чили — около 50 %.

Развивающиеся страны в совокупности являются чистым заемщиком; однако из 125 государств 12 в 2000 г. были чистыми кредиторами, остальные 113 — чистыми должниками. По источникам внешнего финансирования чистые должники подразделяются на страны, получающие финансирование в основном от официальных кредиторов (43 страны), и из частных источников (70). Размеры внешнего долга и платежей по его обслуживанию стран Азии, Африки и Латинской Америки приведены в табл. 3.5.

Таблица 3.5
Внешний долг и платежи по его обслуживанию
стран Азии, Африки, Латинской Америки в 2002 г. (в млрд долл. и в %)¹

	Азия	Африка	Латинская Америка
Внешний долг (млрд долл.)	711,1	268,0	781,3
Внешний долг/ВВП (%)	28,1	58,8	38,1
Внешний долг/ЭТУ (%)	91,5	168,2	196,8
По срокам:			
Краткосрочный	65,0	27,7	100,8
Долгосрочный	646,1	240,3	680,5
Сокредиторам:			
Официальный	333,7	185,8	237,0
Банковский	194,8	30,6	142,0
Другой частный	182,6	51,6	402,3
Платежи:			
Млрд долл.	89,9	26,9	154,2
ЭТУ/%	11,6	16,9	38,8
В том числе:			
Процентные	2,9	8,0	14,8
Амортизация	8,7	8,9	24,0

Общий внешний долг развивающихся стран в 2002 г. равнялся 2186,4 млрд долл., что составило 131,2 % доходов от экспорта товаров и услуг, 37,4 % ВВП. Долги официальным кредиторам составили 948,0 млрд долл., банкам — 577,5, другим частным кредиторам — 660,6 млрд долл.; платежи по обслуживанию долга равнялись 315,2 млрд долл. или 19,0 % от экспорта товаров и услуг (ЭТУ), да них процентные платежи — 6,6 %/ЭТУ.

¹ Прогноз: IMF. World Economic Outlook. - Wash., October 2001. - P. 249-255.

Чистые должники подразделяются на состоятельных (платежеспособных) должников, которые своевременно погашают свои долговые обязательства, и несостоятельных должников, допускающих просрочки платежей или реструктуризации долгов. В 2002 г. внешний долг 55 несостоятельных должников равнялся 907,1 млрд долл. (228,7 % к доходу от экспорта товаров и услуг (ЭТУ), 65,8 % ВВП). В структуре их внешнего долга велика доля обязательств перед официальными кредиторами (56,2 %); платежи по обслуживанию долга составили 116,4 млрд долл. (29,5 %/ЭТУ), в том числе процентные платежи — 10,7 %/ЭТУ.

Страны с переходной экономикой в совокупности и по странам — чистые должники, за исключением России, которая является чистым кредитором с активным сальдо по международным инвестициям в 2001 г. в размере 85,5 млрд долл. Общий внешний долг стран с переходной экономикой в 2002 г. составил 374,7 млрд долл., что составило 101,4 % к экспорту товаров и услуг (ЭТУ); платежи по обслуживанию долга в сумме 51,6 млрд долл. равнялись 14 %/ЭТУ. Внешний долг стран СНГ равнялся 179,1 млрд долл. (104,4 %/ЭТУ); России — 132,9 млрд долл. (116,8 %/ЭТУ); платежи стран СНГ по обслуживанию долга — 19,9 млрд долл. (11,6 %/ЭТУ), России — 14,7 млрд долл. (12,9 %/ЭТУ). Внешний долг стран Центральной и Восточной Европы равнялся 195,6 млрд долл. (98,9 %/ЭТУ), платежи — 31,8 млрд долл., или 11,6 % ЭТУ. Эти страны вступают в ЕС, многие из них своевременно и в полном объеме выполняют свои долговые обязательства.

По способам погашения долговых обязательств периферийные страны подразделяются на платежеспособных и неплатежеспособных должников. Платежеспособные страны обслуживают свои долги из валютных доходов, полученных от экспорта товаров, услуг и из других источников, а также заимствуя на международных рынках долговых ценных бумаг и синдицированных кредитов. Страны с платежными проблемами часто обращаются к официальным кредиторам, а наиболее бедные страны с чрезмерной внешней задолженностью поддерживают свою экономику только за счет притока льготных или безвозмездных средств иностранных государств и международных организаций.

Внешняя задолженность несостоятельных должников — в основном государственная и гарантированная государством, платежи покрываются из бюджетных средств. Процентные платежи определяют кумулятивный рост долга и часто делают его неоплатным, что вынуждает эти страны обращаться к международным организациям и кредиторам из развитых стран. Для таких стран внешняя задолженность превратилась во все ту же затягивающуюся долговую петлю. Она стала главной формой экономической и политической зависимости, инструментом подчинения, с помощью которого развитие этих стран ориентируется в направлении, обеспечивающем прежде всего выполнение обязательств перед кредиторами.

Таким образом, и развитые, и периферийные страны являются чистыми совокупными должниками по внешним обязательствам. Однако они существенно различаются по источникам заимствования, по их целевому использованию, по тяжести долговой нагрузки, по платежеспособности и т. п. Качественное отличие внешней задолженности развитых стран состоит в том, что они являются одновременно заемщиками и кредиторами, их активы покрывают пассивы на 95 %. Они имеют свободно конвертируемую национальную валюту, свободный доступ к международным рыночным финансам. Их внутренние долги превышают внешние

заимствования, которые дополняют, а не заменяют внутренние накопления и обеспечивают ускоренное экономическое развитие. В составе внешних долгов развитых стран преобладают обязательства частных заемщиков, платежи по которым не обременяют бюджет.

3.3.2. Долговая экономика США

Кейнсианская концепция дефицитного финансирования развития в целях обеспечения полной занятости была принята в США в 1940-е гг. В 1960-е гг. бюджетный дефицит активно поддерживался в целях экономического развития; он сводился к активу лишь в 1960 г. в размере 0,3 млрд долл. и в 1969 г. в размере 3,2 млрд долл. С середины 1970 г. проявилась тенденция нарастания дефицита независимо от фаз экономического цикла и в условиях относительно полной занятости. В связи с этим произошел возврат к концепции сбалансированного бюджета в качестве одной из целей макроэкономической стратегии государства. Попытки не только сбалансировать, но даже снизить дефицит не дали положительных результатов; более того, к 1980 г. дефицит возрос до 2,8 % ВВП (табл. 3.6).

Таблица 3.6
Дефицит федерального бюджета США в 1980-2001 гг.¹

Годы	1980	1985	1991	1992	1993	1994	1995
% ВВП	-1,3	-3,4	-4,6	-4,7	-3,9	-3,0	-2,3
Годы	1996		1997	1998	1999	2000	2001
% ВВП	-1,4		0,4	0,6	1,7	2,6	0,9

Тем не менее на протяжении первых послевоенных десятилетий объем собственных финансовых ресурсов США покрывал или даже превышал внутренние финансовые потребности страны. Перераспределение собственных ресурсов обеспечивало покрытие дефицита госбюджета, инвестиции, потребности населения. В начале 1980-х гг. между потребностями и собственными возможностями возник разрыв, и в дальнейшем он все более увеличивался. Переход к открытой модели развития с высоким иностранным компонентом произошел при администрации Р. Рейгана.

Крупные внешние заимствования на экономическое развитие — это новая модель американской экономики, новый тип развития, свидетельствующий об усилении ее открытости, зависимости от курса доллара, товарных цен и иностранного капитала. Увеличение внешнего долга стало во многом результатом целенаправленной государственной политики, способствовавшей притоку иностранного капитала. Снижение темпов роста ВВП и промышленного производства в первой половине 1980-х гг. преодолевалось структурной перестройкой, ускоренным развитием наукоемких отраслей. В этих условиях возникла острая нехватка капитала, которая возмещалась его притоком из-за рубежа. Средства из-за границы финансировали в 1982-1986 гг. 12,6 % валовых инвестиций, в 1987 г. — 20,6 %.

¹ Государственные финансы: из опыта индустриально развитых стран. — М., 1995. — С. 21; IMF. International Financial Statistics. — Wash., October 1999. — P. 790; December 2002. — P. 918, 920.

Бюджетная программа 1981 г. Р. Рейгана под названием «Акт о налогах для экономического возрождения» исходила из концепции ускоренного экономического роста в целях снижения бюджетного дефицита. Она включала два направления стимулирования экономического роста: посредством крупномасштабного снижения налогов и резкого сокращения федеральных расходов. Мероприятия обеспечили интенсивный экономический рост с 1983 г. и до конца десятилетия, но не приостановили рост бюджетного дефицита. Несмотря на предпринятые усилия, в том числе принятие Акта о сбалансировании бюджета и дальнейшее снижение налогов, бюджетный дефицит в 1980-е гг. приобрел структурный характер. Он стал неуправляемым и продолжал увеличиваться даже в условиях высокого роста и полной занятости.

Администрация Р. Рейгана осуществила ряд экономических мер по привлечению иностранного капитала:

- ♦ сокращение сроков амортизации оборудования и зданий, льготы корпорациям;
- ♦ стимулирование высоких процентных ставок;
- ♦ снятие многих ограничений на уровень процента по вкладам;
- ♦ отмена 30 %-ного подоходного налога с иностранцев, приобретающих государственные ценные бумаги, на основе закона;
- ♦ выпуск новых правительственных ценных бумаг сроком на 3 года 11 месяцев для иностранных инвесторов без уплаты налога и инкогнито;
- ♦ разрешение американским корпорациям выпускать ценные бумаги за рубежом;
- ♦ предоставление инвестиционным банкам права покупать ценные бумаги у казначейства и продавать их анонимным иностранным инвесторам за рубежом;
- перевод двух японских банков в разряд первичных дилеров по правительственным облигациям (*primary dealers*), что позволило им размещать и продавать государственные облигации наравне с американскими инвестиционными банками.

Федеральные законы в кредитно-денежной сфере США, принятые в 1930-х гг., действовали до 1980-х гг. Новый этап перестройки финансового законодательства был связан с принятием в 1980 г. Акта о дерегулировании депозитных институтов и монетарном контроле. В связи с этим расширялась сфера влияния центрального банка; число институтов, находящихся под юрисдикцией ФРС, увеличилось с 5,5 тыс. до 40 тыс., их доля в активах частных кредитно-финансовых институтов возросла почти до 60 %. В соответствии с новыми законами были отменены «шотки» процентных ставок; устранены многие законодательные разграничения видов деятельности между кредитно-финансовыми учреждениями; был ужесточен надзор за деятельностью банков; установлены минимально допустимые соотношения между имеющимися ресурсами и выдаваемыми кредитами.

Большое распространение получили письма о кредите. Их назначение состояло в следующем: банки поддерживали ценные бумаги своих клиентов, гарантируя им письменное предоставление кредита при определенных обстоятельствах. Эти письма стали применяться и в международных отношениях. Закон 1930-х гг. Гласса-Стигала, запрещавший коммерческим банкам заниматься операциями с ценными бумагами, был отменен сенатом в 1988 г. В результате секьюритизации задолженности

и активизации торговли долгами банковская деятельность стала включать операции с ценными бумагами. На основе закона о банковских слияниях, под которыми понимается приобретение более 25 % акций другого банка, в 1960-1985 гг. было осуществлено более 10 тыс. слияний или приобретений коммерческих банков.

Наряду с центральным правительством, большую активность по привлечению национального и иностранного капитала проявляли власти штатов. Они предоставляли иностранным инвесторам налоговые льготы; бесплатно раздавали земельные участки; оказывали услуги в проектировании новых предприятий, в подготовке кадров; осуществляли эмиссию облигаций под низкий процент на финансирование объектов.

Американские банки активно занимали средства за рубежом, преимущественно на межбанковском рынке, где они были дешевле, чем на внутреннем рынке. С середины 1980-х гг. американские банки стали нетто-заемщиками на международном финансовом рынке (табл. 3.7). Иностраный капитал пошел мощным потоком в США, где его привлекают наличие развитого финансового рынка, квалифицированные финансовые посредники, широкий выбор финансовых инструментов, возможности страхования рисков, высокий процент по вкладам, а также дерегулирование банковской деятельности (с 1981 г. были сняты многие ограничения на уровень процента по вкладам), усиление международных конкурентных позиций банков.

Таблица 3.7
Государственный долг США в 1992-2001 гг.¹

	1992	1995	1997	1998	2001
Всего (млрд долл.)	3150	3552	3866	3806	3394
В том числе:					
Внешний долг (млрд долл.)	578	835	1242	1279	1053
% к общему долгу	18,3	23,5	32,1	33,6	31,0

Увеличению иностранных активов в США способствовали высокий экономический рост после 1982 г., политическая стабильность. Торговый дефицит США обернулся притоком иностранного капитала. Накопление долларов нерезидентами от торговли с США увеличило их ликвидные ресурсы, большая часть которых вернулась в США в виде вкладов в банки, в ценные бумаги правительства и корпораций, в недвижимость (*trade relation dollars*). В 1983 г. США стали чистым импортером капитала, а с 1985 г. — чистым международным должником по балансу активов/пассивов.

Накопление дефицитов бюджета вызвало рост государственного долга, который составил в 1992 г. 3,1 трлн долл., увеличившись с 1973 г. в 5,8 раз. После циклического кризиса 1990-1992 гг. в условиях начавшегося экономического подъема была принята программа президента Б. Клинтона, нацеленная на снижение дефицита федерального бюджета к 1996 г. Программа включала, во-первых, повышение максимальной ставки налога на индивидуальные доходы и доходы кор-

пораций, а также увеличение ряда акцизов; во-вторых, сокращение военных расходов и ограничение федеральных затрат на социальные нужды. Американская экономика испытывала острую нехватку собственных финансовых ресурсов, прежде всего в результате снижения нормы сбережений населения и чрезмерного роста совокупного внутреннего долга основных заемщиков нефинансового сектора.

За 1983-1991 гг. совокупная задолженность государства, населения и нефинансовых корпораций увеличилась в 2 с лишним раза и составила более 11 трлн долл., или около двух объемов ВВП США. Задолженность населения по всем формам кредита увеличилась в 2,6 раза и составила 3,7 млрд долл., почти достигнув годового дохода; нефинансовых корпораций — 3,5 трлн долл.; федеральных органов — около 3 трлн долл. Во второй половине 1990-х гг. совокупная внутренняя задолженность нефинансового сектора начала несколько снижаться за счет резкого увеличения притока внешних ресурсов. С 1983 г. приток иностранных ресурсов в США стал больше оттока, За 1985-2001 гг. превышение притока иностранных ресурсов в США над оттоком составило 3,4 трлн долл.

С 1985 г. США стабильно имеют превышение пассивов над активами, т.е. их обязательства по активам нерезидентов в американской экономике превышают зарубежные активы США. За 1992-2001 гг. иностранные активы в американской экономике увеличились в 3,2 раза и составили 9,2 трлн долл.; зарубежные активы возросли в 2,8 раза и составили 6,9 трлн долл. В 1992 г. чистая внешняя задолженность США по балансу активов и пассивов равнялась 0,45 трлн долл.; в 1998 г. — 1,5 трлн долл., в 2001 г. — 2,3 трлн долл.

Внешний долг США в объеме обязательств перед нерезидентами, за вычетом ПИИ и портфельных инвестиций в акционерный капитал, в 1992 г. равнялся 1,9 трлн долл., в 2001 г. — 5,1 трлн долл. Структура международных инвестиций США представлена в табл. 3.8.

Таблица 3.8
Международная инвестиционная позиция США в 1992 и 2001 гг. (млрд долл.)¹

	1992		2001	
	Активы	Пассивы	Активы	Пассивы
Всего	-2464	2919	-6863	9172
В том числе:				
ПИИ	-769	696	-2290	2527
Портфельные инвестиции	-515	1159	-2290	4132
Акции	-314	329	-1565	1534
Долговые ценные бумаги	-201	830	-546	2598
Банки	-668	708	-1417	1421

¹ IMF. International Financial Statistics. - Wash., October 1999. - P. 790; December 2002. - P. 918, 920.

¹ IMF. International Financial Statistics. — Wash., October 1999. - P. 784; December 2002. - P. 918.

США являются крупнейшим получателем международных ресурсов, их доля в объеме обязательств (пассивов) развитых стран в 2001 г. составила 33,4 %, в том числе прямых инвестиций — 45,6 %, акций — 32,7 %, долговых ценных бумаг — 38,7 %, банковских кредитов — 19,7 %. Многолетний масштабный чистый импорт иностранного капитала в США способствует поддержанию на высоком уровне инвестиций, необходимых для интенсивной структурной перестройки, снижения налогов, что ослабляет напряженность на рынке кредита, стимулирует предпринимательскую деятельность и покупательную способность населения, покрывает дефицит текущего платежного баланса, компенсирует нехватку национальных инвестиционных ресурсов.

Многие показатели свидетельствуют о сложившемся долговом характере американской экономики с высокой зависимостью от притока иностранных ресурсов. Это прежде всего высокие дефициты по внешней торговле и текущим расчетам, высокий уровень внешних заимствований и их растущая доля в инвестициях, что позволяло американской экономике успешно развиваться в 1990-е гг. Именно США являются инициаторами глобализации, и они в наибольшей степени пользуются ее плодами. Однако в условиях глобализации даже США подвержены многочисленным рискам, которые сопровождают развитие взаимозависимой, открытой экономики.

Выводы

1. Движущей силой современной экономики выступают международные финансы, прежде всего международные финансовые рынки, их растущая масштабность, мобильность, взаимосвязанность и интеграция.
2. К началу нового века развитие финансовой глобализации достигло высокого уровня; объем финансовых ресурсов, функционирующих за пределами стран происхождения, почти сравнялся с мировым ВВП.
3. Финансовая глобализация обеспечивает условия формирования и функционирования дефицитных и заемных экономик. Страны с платежными трудностями по внешним обязательствам привлекают официальные ресурсы международных организаций и иностранных государств.
4. С 1974 г. совокупное сальдо развитых стран по текущим расчетам имеет отрицательные среднегодовые значения, их совокупные инвестиции превышают сбережения. Группы стран развивающихся и с переходной экономикой испытывают хроническую нехватку собственных средств на проведение экономических реформ, реализацию социальных программ, покрытие внешних долгов.
5. Заемная модель функционирования экономики США приняла необратимый характер; развитие страны поддерживается огромным притоком иностранных ресурсов, накопленный объем которых в 2001 г. превысил 90 % ВВП.

Термины и понятия

Финансовая глобализация; дефицитная экономика; международные финансы; внешний долг (задолженность); долговая нагрузка; чистая кредитная позиция; международная инвестиционная позиция; чистая внешняя задолженность.

Вопросы и задания для самопроверки

1. Что такое финансовая глобализация?
2. Как можно определить уровень развития финансовой глобализации?
3. Какие показатели характеризуют дефицитную экономику?
4. Как определяется чистая кредитная позиция страны и что она показывает?
5. Какое определение внешней задолженности более правильное: долги по внешним заимствованиям или долги нерезидентам?
6. Какие показатели характеризуют внешнюю задолженность развитых стран?
7. Как определяется чистая внешняя задолженность страны?
8. По каким видам активов/пассивов определяется международная инвестиционная позиция?
9. Правильно ли считать экономику США долговой по внешним обязательствам?
10. Назовите все показатели, характеризующие американскую экономику как дефицитную и заемную.
11. Дайте определение международных финансов. Что включается в состав международных финансов?
12. Назовите основные причины и источники привлечения международных финансов.

Литература

1. Евстигнеев В. Финансовая глобализация — явление и методологический инструмент // МЭ и МО, 2001. - № 3.
2. Романова З. И. Финансовые аспекты глобализации // Латинская Америка, 2001. - № 2.
3. Сабет Х. Долг Запада: куш в 50 триллионов долларов / Пер. с англ. — М.: Феникс, 1994.
4. Струченкова Г. В. Движение капитала в условиях финансовой глобализации // Внешнеэкономический бюллетень, 2004. — № 5.
5. Супян В. Б. Глобализация американской экономики и ее последствия // США-Канада: экономика, политика, культура, 2001. - № 5.
6. США; экономика, дефициты, задолженность. - М.: Наука, 1991.
7. Федякина Л. Н. Мировая внешняя задолженность: теория и практика урегулирования. - М.: Дело и Сервис, 1998.
8. Шишков И. Мировая финансовая система: необходимость реформ // МЭ и МО, 1999. - № 11.
9. IMF. International Capital Markets, Developments, Prospects, and Key Policy Issues. — Wash.
10. IMF. International Financial Statistics. — Wash.
11. IMF. World Economic Outlook. - Wash.

Многие положения и теории прошлого позволяют понять современные процессы движения капиталов между странами и возникающие в связи с этим проблемы как для экспортеров, так и для импортеров. Исследователи международного движения капитала на всех этапах его развития стремились теоретически обосновать причины вывоза/ввоза иностранного капитала, определить способы его наиболее эффективного использования, выявить источники образования и погашения внешних долгов. Современные концепции международного движения капитала сформировались в рамках неоклассических, неокейнсианских, монетаристских направлений экономической теории.

Изучаются основные теории и воззрения основоположников экономической науки и их последователей, взгляды марксистов, Дж. М. Кейнса и неокейнсианцев. Рассматриваются основные концепции и модели вывоза/ввоза капитала, его перемещения между развитыми странами, прямого зарубежного инвестирования. Ознакомление с этими теориями помогает понять причины масштабной миграции капиталов, мотивацию расширения иностранного инвестирования, механизмы образования и накопления зарубежных активов и обязательств в условиях глобализации.

4.1. Традиционные теории международного движения капитала

4.1.1. Вывоз капитала в классических и неоклассических теориях

В работах основоположников классической школы — Адама Смита и Давида Рикардо — нашли отражение начавшиеся процессы вывоза капитала из стран с его относительным избытком в страны, испытывающие его острую нехватку и готовые платить за него дороже, чем он стоит в стране происхождения. Еще в последней четверти XVIII в. А. Смит отметил главную причину движения денежного капитала между странами — соотношение вексельных курсов. Он показал, что при определенных условиях «бегством денежного капитала из страны неизбежно, несмотря ни на какие запреты.

Это произойдет в том случае, если вексель будет стоить дороже номинала, т. е. вексельный курс национальной валюты снизится. Важное замечание оставил Смит и о способах урегулирования внешней задолженности. Он заметил, что внешние долги можно погашать не только золотом и серебром, но и поставками товаров непосредственно в страны-кредиторы или в третьи страны с последующим переводом векселей кредиторам в счет погашения долгов.

В начале XIX в. Д. Рикардо теоретически обосновал возможность перемещения предпринимательского капитала из одной страны в другую страну в поисках

более прибыльного занятия. Рассматривая сравнительные затраты труда на производство сукна и вина в Англии и Португалии, он писал, что как для английских капиталистов, так и для потребителей обеих стран было бы выгодно, чтобы английский труд и капитал, занятые в производстве сукна, переместились для этой цели в Португалию, где издержки труда значительно ниже, чем в Англии.

Идеи основоположников экономической теории развил Дж. Ст. Милль, который отразил вывоз капитала из Англии в 1830-1840-е гг., увязав его с внешней торговлей. Он утверждал, что вывоз капитала всегда способствует расширению торговли и наиболее рациональной производственной специализации стран. Он сформулировал значимость вывоза капитала для вывозящей страны и способы его получения и погашения для принимающей страны. Милль считал вывоз капитала основным противодействующим фактором понижению нормы прибыли в вывозящей стране, ибо вывоз капитала позволяет получать более дешевые, чем национальные, продукты питания, сырье и т.д.

Более того, экспорт капитала является очень эффективным средством расширения сферы применения той части капитала, которая остается в стране. Он позволяет, не понижая нормы прибыли, больше вкладывать капитала в производство промышленных товаров, которые могут быть использованы в уплату за сырые продукты. Как и Рикардо, Милль полагал, что не может быть свободного движения капиталов между странами, подобно его движению между отраслями и предприятиями в пределах национальных границ.

Для вывоза капитала обязательно нужен дополнительный мотив, в качестве которого выступает тенденция нормы прибыли к понижению в стране-экспортере. В принимающей стране норма прибыли должна быть достаточно высокой, чтобы покрыть риск, который иностранный инвестор имеет в чужой стране. По Миллю, вывоз капитала стимулирует расширение внешней торговли, является основным противодействующим фактором понижения нормы прибыли в стране-экспортере.

Милль обосновывает высокую стоимость внешних кредитов и правительственные гарантии для менее богатых стран высокими рисками, которые принимают на себя кредиторы. После получения кредита для страны-заемщика главной задачей становится потратить его на производительные цели, чтобы повысить национальный доход. Милль особо подчеркивал, что для обслуживания внешнего долга необходимо ежегодное превышение экспорта над импортом, равное стоимости переводимых денег.

Неоклассическая теория международного движения капитала была сформулирована в первые десятилетия XX в. представителями шведской экономической школы Э. Хекшером, Б. Олиным, а также австрийцем Р. Нурксе и датчанином К. Иерсенсом. В неоклассической трактовке движение капитала рассматривается в качестве условия, обеспечивающего рациональное распределение факторов производства и установления наиболее благоприятных цен. В концепции Э. Хекшера международная миграция капиталов выступала как дополнительная функция международной торговли. Опираясь на теорию предельной полезности, он сформулировал тезис о наличии в условиях свободной торговли тенденции к международному равновесию цен товаров и факторов производства (труда и капитала) — закон равновесия факторных цен.

Его последователь *Б. Олин* утверждал, что основным стимулом международного движения капитала служит норма процента, или предельная производительность капитала, который перемещается из мест, где его предельная производительность низка, в места, где она высока. Олин указывал и на дополнительные стимулы, которые могут влиять на масштабы движения капитала: политические мотивы, стремление к диверсификации инвестиций в международном масштабе, тарифные ограничения, затрудняющие товарный экспорт и стимулирующие вывоз капитала, различия в нормах прибыли.

Верхний предел для чистого движения капитала из одной страны в другую Олин определял предложением отечественного ликвидного капитала, объем которого зависит от новых сбережений и доходов от ранее сделанных инвестиций. Иными словами, он полагал, что вывезен может быть не только избыточный, но и необходимый капитал, т. е. ставил вопрос об обмене капиталами между странами.

Вывоз капитала, по Олину, означает, что отношения равных контрагентов по международной торговле заменяются отношениями кредитора/инвестора и реципиента/должника, а конкуренция товаров заменяется конкуренцией капиталов. При вывозе капитала в ссудной форме экспортер стремится обеспечить себе гарантированный рынок в стране-дебиторе, преодолеть обострение конкуренции. Вывозя капитал в предпринимательской форме, экспортер стремится наладить производство в стране-импортере. Таким образом, товарный обмен и экспорт капитала взаимозаменяемы.

Р. Нурксе рассматривал в качестве основы международного движения капитала различия в процентных ставках, динамика которых определяется условиями, влияющими на спрос и предложение капитала. Он предложил несколько моделей движения капитала, выводы из которых стали важнейшими постулатами неоклассической трактовки движения капитала.

В первой модели рассматривается движение капитала между двумя странами, производящими потребительские товары. Автор полагает, что движение капитала начнется лишь в том случае, если в одной из них произойдет изменение в объеме производства из-за внедрения новых технологий. Если это капиталоемкое производство, возрастет импорт капитала, трудоемкое — увеличится экспорт капитала.

Вторая модель связывает движение капитала с развитием международной торговли. При одном и том же уровне предложения капитала его движение между странами начнется в том случае, если изменится спрос на их товары на мировом рынке. При увеличении спроса увеличится приток капитала, и наоборот.

К. Иверсен дополнил неоклассическую теорию некоторыми новыми положениями, в частности делением международных потоков капитала на реальные и уравнивающие платёжный баланс. Он выдвинул концепцию предельной международной мобильности капитала, на уровень которой решающее влияние оказывают не только предельная производительность капитала, но и издержки перевода капитала. Иверсен утверждал, что различные виды капитала имеют неодинаковую мобильность. Это объясняет стремление к диверсификации инвестиций в **разных** странах и тот факт, что одна и та же страна выступает экспортером и импортером капитала по отношению к разным странам. По мнению Иверсена, перевод капитала из стран с низкой предельной производительностью в страны

с высокой предельной производительностью означает увеличение объединенного национального дохода двух стран.

Он попытался установить взаимосвязь движения капитала и мировых цен. Ограничения на приток иностранного капитала, по его мнению, всегда побуждают импортеров увеличивать товарный экспорт и сокращать импорт, поддерживать активный торговый баланс. Увеличение предложения товаров ведет к снижению мировых товарных цен, особенно сырьевых с низкой эластичностью. Мировые цены падают, снижается норма прибыли, приток капитала сокращается, ухудшается соотношение экспортных и импортных цен («условий торговли»). Этот вывод впоследствии стал одним из важнейших исходных положений трактовки экспорта капитала в развивающиеся страны.

4.1.2. Неокейнсианские концепции международного движения капиталов

Дж. М. Кейнс и его последователи исследовали влияние вывоза капитала на экономику страны-экспортера. Кейнс рассматривал вывоз капитала как проявление неблагоприятного баланса сделок по капитальным счетам. Вывоз капитала или зарубежное кредитование, по мнению ученого, характеризуют фундаментальные сделки, передающие национальные деньги (или требования на них) в распоряжение иностранцев с целью получения от них некоторых видов обязательств, или титулов собственности, или будущей прибыли. Кейнс считал, что страна только тогда может превратиться в действительного экспортера капитала, когда ее экспорт товаров превысит импорт, ибо рост зарубежных инвестиций должен поддерживаться положительным сальдо торгового баланса страны-экспортера. В связи с этим необходимо перераспределение факторов производства в пользу экспортно-ориентированных отраслей.

Такое перераспределение осуществимо лишь путем снижения реальной заработной платы до уровня более низкого, чем у конкурентов, ибо это даст удешевление экспорта и повышение эффективности капитала в экспортных отраслях, сократив спрос на импортные товары. При этом Кейнс подчеркивал возможность несовпадения интересов отдельных экспортеров **капитала** и страны-экспортера. То, что выгодно отдельным предпринимателям, вывозящим капитал, может быть потерей для страны в целом, ибо вывоз капитала не всегда стимулирует увеличение товарного экспорта и занятости. В связи с этим экспорт капитала должен регулироваться таким образом, чтобы отток капитала из страны соответствовал приросту товарного экспорта.

Заслуга Кейнса состоит и в разработке концепции государственного заимствования и дефицитного финансирования развития, весьма актуальной при острой нехватке государственных доходов. Кейнс предложил использовать государственные расходы, финансируемые из заемных источников, для увеличения совокупного спроса в стране. По его расчетам, рост государственных расходов увеличивает государственные инвестиции и потребление, а в результате — совокупный спрос; через эффект мультипликатора возможно в скором времени добиться более эффективного использования ресурсов и вывода экономики из стагнации.

Неокейнсианцы обратили внимание на проблему регулирования платёжного баланса, ее связь с темпом экономического роста, инвестициями и уровнем занятости. Ими были исследованы факторы, определяющие движение платёжного

всего от того, за счет каких средств формируются фонды для покупки иностранных ценных бумаг. Если они формируются за счет ликвидных резервов и новых банковских кредитов, то это не влияет на объем потребления и внутренние инвестиции.

Но создание этих фондов может быть связано с изъятием из обращения уже существующих кредитных обязательств и может влиять на сокращение инвестиций и потребления. Этой тенденции может противостоять расширение товарного экспорта. Вывезенный капитал дает приток доходов из-за рубежа, но он не способствует ни производительному накоплению, ни росту занятости. Повышается норма безработицы, снижается зарплата, увеличивается норма прибыли.

Влияние импорта капитала, по мнению Махлупа, определяется формами его привлечения. Наиболее благотворным является приток прямых инвестиций, которые не образуют долгов. Спрос иностранцев на отечественные ценные бумаги поднимает цены акций и облигаций, позволяет увеличить эмиссии новых ценных бумаг для реальных инвестиций, что повлечет за собой рост потребления и дохода. При этом увеличивается объем долговых обязательств и платежей по обслуживанию внешнего долга, а также отток прибылей и дивидендов.

Р. Харрод создал концепцию взаимосвязи темпов экономического роста, формирования сбережений, движения торгового баланса и экспорта капитала. В экспорте капитала, величина которого зависит от положительного сальдо торгового баланса, Харрод видел один из важнейших путей преодоления избытка сбережений и тенденции к депрессии. Состояние торгового баланса связывалось в концепции Харрода с объемом экспорта, величиной внутренних инвестиций и склонностями импортировать и сберегать. Если отношение экспорта к внутренним инвестициям превышает отношение склонности импортировать к склонности сберегать, то торговый баланс будет положительным.

По Харроду, механизм движения капитала выглядит следующим образом. Активное сальдо торгового баланса увеличивает ликвидную позицию страны. Это должно породить тенденцию к снижению процентной ставки сначала по краткосрочным вкладам, затем по долгосрочным депозитам и всем ценным бумагам. Чрезмерное снижение процента заставит кредиторов искать более высокий процент в других странах.

Харрод доказал необходимость притока иностранного капитала в менее развитые страны с низкой склонностью к сбережениям и высокой склонностью к импортированию. При дефиците капитала такие страны имеют очень низкий темп роста, близкий к стагнации. Приток иностранного капитала призван способствовать увеличению темпа роста. Вывоз капитала в целях международного развития означает передачу нуждающимся странам средств, излишних для страны-экспортера, которая получает высокий процент на капитал в отсталых странах в качестве премии за риск.

4.1.3. Марксистская теория и ее эволюция

Марксистская теория вывоза капитала, по существу, базируется на идее предельной Производительности факторов производства, которая для капитала определяется нормой прибыли. По К. Марксу, вывозится избыточный капитал, для которого понижение нормы прибыли не уравнивается его массой. Он утверждал, что

баланс: товарный экспорт и импорт, ввоз/вывоз капитала, приток/отток доходов и платежей на капитал. Вывоз капитала, по их мнению, связан с активом по торговле, накоплением иностранных платежных средств, которые передаются в банковскую систему, идут на увеличение импорта. Скопление иностранных платежных средств меняет курс валют и стимулирует спекулятивное движение капитала.

Взгляды неокейнсианцев на международное движение капитала получили отражение в концепциях американских экономистов Ф. Махлупа об автономном и стимулированном экспорте капитала; Е. Домара о влиянии притока инвестиционных доходов на рост товарного экспорта и уровень занятости, в идеях англичанина Р. Харрода о взаимосвязи капитала с темпами экономического роста.

Ф. Махлуп рассмотрел статическую модель Кейнса, выводящую экспорт капитала из активного сальдо текущего платежного баланса в динамике. Он показал, что изменение платежного баланса стимулирует международную миграцию капитала, а эта миграция, в свою очередь, стимулирует изменение баланса. Махлуп попытался установить причинную связь между экспортом капитала, отечественными инвестициями, торговым (платежным) балансом и национальным доходом.

Он различал автономное и стимулированное движение капитала, используя положение Кейнса об автономных и стимулированных инвестициях. Автономным он считал такое движение капитала, которое не является следствием каких-либо изменений в доходах и платежном балансе. Стимулированное движение капитала вызывается изменением в доходах и состоянии платежного баланса. Махлуп полагал, что объем экспорта находится в такой же связи со склонностью импортировать, в какой объем внутренних инвестиций находится со склонностью сберегать.

Непосредственной причиной стимулирования экспорта капитала выступает активное сальдо торгового баланса, свидетельствующее о накоплении иностранных платежных средств. Предприниматели скупают иностранные платежные средства и вывозят капитал за границу. Если иностранные платежные средства не передаются в банковскую систему и не идут на увеличение импорта товаров, то их скопление изменяет валютный курс и вызывает спекулятивное движение капитала.

Вывоз капитала может быть и стихийным, не связанным с активным платежным (торговым) балансом. Предприниматели могут покупать иностранные платежные средства в банковской системе и вывозить капитал различными способами: осуществлять прямые инвестиции в зарубежных странах, приобретать долгосрочные иностранные ценные бумаги, предоставлять кредиты на длительные сроки, выкупать отечественные ценные бумаги у иностранцев и т.д.

Если эти операции по вывозу капитала окажутся выгодными, то вывоз будет продолжаться за счет сокращения внутренних инвестиций и снижения дохода в стране-экспортере. Снижение дохода, в свою очередь, сократит импорт товаров и увеличит их экспорт. В стране-импортере капитала произойдет обратное явление. Неравновесие торговых балансов даст дополнительный импульс движению капитала.

Махлуп рассматривал влияние экспорта/импорта капитала на экономику стран. Влияние на экономику страны-экспортера зависит, по его мнению, прежде

капитал вывозится за границу не потому, что он абсолютно не мог бы найти применения внутри страны, а потому, что за границей он может быть помещен при более высокой норме прибыли. Р. Гильфердинг внес свой вклад в развитие теории финансовой эксплуатации. Он проанализировал состояние мировой экономики начала XX в, исследовал различные формы капитала и их трансформации, механизмы возникновения кризисов перепроизводства, экспорт капитала. По Гильфердингу, финансовый капитал в поисках более высокой нормы прибыли устремляется в отсталые страны, которые постепенно утрачивают способность проводить независимую экономическую политику и попадают под полную зависимость от кредиторов.

Масштабный вывоз/ввоз капитала в эпоху золотого стандарта позволил В. И. Ленину назвать вывоз капитала одним из главных признаков новейшей стадии развития капитализма. Возможность для вывоза капитала, по Ленину, создается тем, что ряд отсталых стран уже втянут в оборот мирового капитализма, а необходимость вывоза капитала определяется тем, что ему недостает поприщ прибыльного помещения в стране происхождения. В анализе вывоза капитала Ленин обращал особое внимание на неравномерность развития отдельных стран и отраслей промышленности как фактор, стимулирующий миграцию капиталов. Ленин отмечал, что в условиях капитализма финансовый капитал увеличивает зависимость и поработщает колонии. Избыток капитала обращается на повышение прибыли путем вывоза за границу, в отсталые страны, где прибыль высока, ибо капиталов мало, цена земли сравнительно невелика, а зарплата низкая и сырые материалы дешевы.

Последующие поколения экономистов-марксистов, опираясь на основные положения марксизма, выделили еще несколько условий, способствующих международному перемещению капитала. В частности, учитывались растущая интернационализация производства, усиливающееся соперничество крупных корпораций, повышение темпов роста. Ряд экономистов марксистской школы подчеркивали, что ускорение темпов развития после Второй мировой войны в индустриальных странах увеличило финансовые и организационные возможности ТНК для экспорта капитала, несмотря на отсутствие тенденции к понижению нормы прибыли. Однако идея Маркса об избыточном капитале осталась основополагающей в марксистской теории вывоза капитала.

4.2. Современные теории международных потоков капитала

4.2.1. Теории миграции капиталов между развитыми странами

Преобладание взаимного обмена капиталами между развитыми странами по сравнению с вывозом капитала в развивающиеся страны наблюдается с конца 1950-х гг., и к концу 1990-х гг. в условиях глобализации оно достигло огромных величин. Масштабное и свободное перемещение финансовых потоков между развитыми странами по существу является материальной основой глобализации.

Современные модели вывоза капитала отражают причины, порождающие необходимость вывоза капитала и его влияние на экономику вывозящих и принимающих стран. Большая часть этих моделей посвящена исследованию движения капитала в зависимости от факторов, регулирующих экономический рост. Эта про-

блема рассматривается и в том случае, когда соотношение между ввозом и вывозом капитала меняется и страна превращается из экспортера в импортера, и наоборот. Наибольший интерес представляют модели американцев Дж. Бортса и К. Копеки и японского экономиста Ю. Онитсука.

Модель Бортса и Копеки является дальнейшим развитием концепции о влиянии доходов от вывезенного капитала на экономическое развитие страны-экспортера. Ее авторы попытались создать единую модель экономического роста (равновесия роста и движения капитала), связывающую темп роста ВВП, экспорт капитала и приток доходов на капитал. Чистый экспорт капитала рассматривается как разность между инвестициями и сбережениями, которая зависит от доходов на капитал. Эта разность определяет различие между ВВП и ВВП.

Вывоз капитала связан с сальдо доходов на капитал. Если ВВП больше ВВП, то страна является чистым экспортером капитала. Если ВВП меньше ВВП, то страна является чистым импортером капитала. Размер доходов зависит от истории развития страны как экспортера. Доходы на капитал увеличивают ВВП и сбережения. При экспорте капитала поддерживается положительное сальдо по торговле и образуется отрицательное сальдо платежного баланса по счетам движения капитала.

Для объяснения миграции капиталов между развитыми странами широко используются концепции «предпочтения ликвидности». Под «предпочтением ликвидности» Дж. М. Кейнс понимал желание индивидуумов удерживать богатство в форме денег, при этом норма процента определяется степенью нежелания расставаться с непосредственным распоряжением деньгами. Купля/продажа активов трактовалась автором с точки зрения уровня их ликвидности.

Если активы имеют фиксированную цену и могут быть свободно обращены обратно в деньги в любой момент, то они высоколиквидны. Если цена активов колеблется, и они не могут быть легко конвертированы в деньги, то эти активы обладают низкой ликвидностью. Кейнс отметил, что векселя и ссуды до востребования более ликвидны, чем инвестиции; а инвестиции более ликвидны, чем банковские ссуды.

Американский экономист Дж. Тобин развил идею Кейнса о формах вложения капитала в зависимости от степени ликвидности применительно к условиям состояния рынка ценных бумаг. По Тобину, все краткосрочные бумаги высоколиквидны, долгосрочные — низколиквидны, но с разной степенью ликвидности, которая зависит от нормы процента. По мнению Тобина, поведение инвестора всецело определяется соотношением риска доходов и потерь с нормой прибыли (процента) и степенью легкости конверсии своих инвестиций в деньги. Концепция предпочтения ликвидности в толковании Тобина послужила основой для многих теорий, объясняющих взаимный поток капитала между развитыми странами.

Американский экономист Г. Дж. Грабел предложил модель, в которой объясняет взаимное движение капиталов между странами следующими факторами: 1) общей величиной капитальных активов, которыми владеют инвесторы; 2) соотношением норм процента (дивиденда, прибыли), приносимыми отечественными и иностранными активами; 3) соотношением степени риска по операциям с национальными и иностранными активами; оценкой наиболее выгодного сочетания уровня доходности активов и степени риска операций. На основе этой модели

Грабел составил таблицу наиболее выгодного вложения американского частного капитала в обыкновенные акции корпораций ряда развитых стран.

Известный американский экономист *Ч. Киндлебергер* разработал концепцию «предпочтения ликвидности» в процессе международного финансового посредничества, с помощью которой объяснил миграцию капиталов между США и западно-европейскими странами. Экспорт капитала из США в Европу в первые послевоенные десятилетия представлял собой обмен краткосрочного капитала на долгосрочные инвестиции из-за различной степени предпочтения ликвидности. В Америке преобладали долгосрочное кредитование и краткосрочное заимствование. Отсюда низкая норма процента на долгосрочный капитал и высокая норма процента на краткосрочный капитал.

Страны Западной Европы, в частности Германия, имели рынок с высоким предпочтением ликвидности, где превалируют краткосрочное кредитование и долгосрочное заимствование. В Европе сложилась высокая норма процента на долгосрочный капитал и низкая норма процента на краткосрочный капитал. Взаимное движение капитала обусловлено стремлением каждой страны удовлетворить свой спрос на капитал соответственно уровню предпочтения ликвидности. Американские кредиторы приобретают долгосрочные ценные бумаги, преимущественно акции, германские — краткосрочные обязательства.

Взаимное движение капитала между двумя развитыми странами будет иметь место даже тогда, когда сбережения равны инвестициям в обеих странах, но предпочтение ликвидности различно. Этот процесс проходил в 1960-е гг. через рынок евродолларов, рост которого отражал рост прямых инвестиций американских корпораций в Западной Европе. Значительная часть прироста прямых инвестиций отражает прирост долларовой задолженности филиалов головным корпорациям в США.

Французские экономисты *У. Салант*, *С. Кольм* и *Ж.-П. Лафарг* считали, что взаимный обмен капиталами между США и Западной Европой всецело связан с движением денежного капитала и зависит от состояния рынков капитала. Причиной такого встречного движения капиталов являются не только различия в предпочтении ликвидности, но и то, что США превратились в международного финансового посредника. Это превращение обусловлено мощью американских кредитно-финансовых институтов, их высокой конкурентоспособностью, способностью заполнять разрыв между спросом и предложением долгосрочного капитала, заимствованиями на европейских рынках.

Международное финансовое посредничество проявляется в том, что американские институты осуществляют превращение краткосрочных вкладов в долгосрочный капитал с меньшими издержками, следовательно, под более низкий процент. Они также предоставляют поручительство, позволяющее инвестировать долгосрочные сбережения с наименьшим риском и высокой доходностью. Из стран Западной Европы в США идет краткосрочный капитал, который затем возвращается в западно-европейские страны, но уже в форме долгосрочных средств, используемых преимущественно для финансирования прямых инвестиций американских корпораций.

Сравнение степени ликвидности различных активов в международном масштабе предполагает сравнение возможности их реализации за один и тот же период

времени. Долгосрочный, низколиквидный актив, эмитированный крупной американской корпорацией, на практике становится более ликвидным, чем краткосрочный. Иными словами, чем крупнее корпорация, тем выше ликвидность ее активов. Американские корпорации по своей экономической мощи опережают своих западно-европейских конкурентов, поэтому их ценные бумаги более ликвидны и привлекательны для инвесторов, что и облегчает американским корпорациям приобретение западно-европейских активов в обмен на свои обязательства.

4.2.2. Теории и концепции движения капитала в эпоху транснационализации и глобализации

Бурный рост ТНК во второй половине XX в., основу деятельности которых составляет вывоз прямых инвестиций, привлекает пристальное внимание теоретической экономики. Многие западные экономисты рассматривают прямые зарубежные инвестиции в рамках различных концепций ТНК - теорий «роста фирм», «монополистических преимуществ», «жизненного цикла продукта» «валютного риска». В теориях роста расширение зарубежной деятельности связано с размерами фирм; приоритеты отдаются расширению сбыта посредством выпуска новых видов продукции, диверсификации производства, проникновения на новые зарубежные рынки.

Максимизация прибыли, по мнению многих авторитетных западных экономистов (*Б. Баласса*, *Ч. Киндлебергера*, *Дж. Бермана* и др.), не является определяющим фактором, в том числе и в переплетении американского и западноевропейского капиталов, где нормы прибыли сблизились к концу 1960-х гг. Прибыль от прямых заграничных инвестиций выступает, по их мнению, одним из средств роста предприятия. В модели жизненного цикла продукта американского экономиста *Р. Вернона*, основанной на теории роста фирмы, в качестве основного преимущества компании-инвестора выдвигается ее способность к поэтапной адаптации в международном масштабе к уровню спроса на технологически новый продукт с целью сохранения монополистических позиций на рынке. Американские предприятия, утверждает автор, создают зарубежные дочерние компании для того, чтобы эксплуатировать остатки своих преимуществ.

Модель монополистических преимуществ, связанных с контролем над рынком, была разработана американским экономистом *С. Хаймером* и получила дальнейшее развитие. По Хаймеру, зарубежный инвестор — это монополист (или чаще олигополист) на каком-то рынке. Зарубежное инвестирование осуществляется им с целью удушения конкуренции и сохранения контроля над рынком. Прямой инвестор сохраняет право собственности и контроль над предприятием с целью оградить предприятие от конкуренции, а также для того, чтобы сохранить все свои секреты.

Модель монополистических преимуществ Хаймера была доработана другими экономистами и несколько утратила свой агрессивный характер, получив название «теории присвоения». Модель теории присвоения потенциальных выгод, вытекающих из преимуществ фирмы, не представляет большой угрозы свободной конкуренции. В этом случае преимущества дают монопольное право фирме только в области факторов производства, которые не позволяют контролировать цены.

В теории присвоения большинство преимуществ фирмы имеют производственный характер, они не связаны с контролем над рынком, что не должно провоцировать введение ограничительных мер со стороны принимающей страны. Теория присвоения, в отличие от подхода Хаймера, четко определила преимущественное развитие прямого инвестирования в высокотехнологичных отраслях. Именно в них зависимость фирм от сложных и ценных знаний заставляет их сохранять прямой контроль над зарубежными предприятиями.

В общем виде теория монополистических преимуществ базируется на том, что иностранный инвестор находится в менее благоприятных условиях, чем местный. Он хуже знает рынок, не имеет обширных связей, несет дополнительные транспортные издержки, больше страдает от рисков. Поэтому ему нужны дополнительные преимущества перед местным инвестором, за счет которых он мог бы получить более высокую прибыль по сравнению с местными инвесторами. Такую премию иностранный инвестор может получить в силу преимуществ, возникающих в ходе монополистической конкуренции.

Получение монополистических преимуществ для иностранного инвестора возможно за счет использования; несовершенной конкуренции на местных товарных и ресурсных рынках при наличии у иностранной фирмы оригинального продукта или диверсификации продукта; превосходства в технологии или обладания патентом; свободного доступа к источникам капитала в особо крупных размерах; преимуществ в менеджменте, маркетинге и рекламе; преимуществ в масштабах; льготного режима для иностранных инвесторов и др. В соответствии с теорией монополистической конкуренции быстрый рост прямых зарубежных инвестиций объясняется тем, что поддержание рентабельности производства возможно за счет все новых рынков и преодоления разнообразных барьеров на пути экспорта продукции фирмы.

Эклектическая модель прямых зарубежных инвестиций *Дж. Даннинга*, сформулированная в конце 1980-х гг., вобрала в себя из других моделей то, что прошло проверку временем и практикой. По этой модели фирма начинает зарубежное производство посредством прямых инвестиций при наличии трех предпосылок. Во-первых, фирма должна обладать специфическими преимуществами по сравнению с другими фирмами в данной зарубежной стране. Во-вторых, фирма обладает преимуществами интернационализации, т. е. ей выгоднее самой организовать зарубежное производство, а не реализовать свои преимущества через экспорт товаров или технологий. В-третьих, фирма имеет преимущества места размещения, т. е. она использует за рубежом некоторые производственные ресурсы более эффективно, чем в стране происхождения. Сочетание этих трех условий делает зарубежное прямое инвестирование наиболее эффективным, поэтому эклектическая модель пользуется большой популярностью. В новейших концепциях рассматриваются и другие факторы, воздействующие на направление и масштабность потоков прямых инвестиций между странами.

В начале 1970-х гг. была разработана модель «валютного риска», которая приобрела особую значимость в современной экономике. Ее автор *Р. Алибер* утверждал, что любая модель прямых инвестиций должна учитывать совокупность преимуществ фирмы-инвестора. Исходной проблемой для правильного моделирования прямых зарубежных инвестиций являются, по мнению автора, прежде всего та-

рифные ограничения и валютный фактор. Автор полагает, что ключевой компонент в объяснении модели прямых инвестиций лежит в области рынка капиталов, валютного риска и рыночного предпочтения активов, выгуженных в определенной валюте.

Модель прямых инвестиций Алибера строится на предположении, что иностранная корпорация-инвестор может капитализировать равновеликую сумму ожидаемого дохода по более высокой норме, чем местная компания-инвестор. Корпорации стран с высокой нормой капитализации (высоким курсом акций) и сильной валютой имеют возможность приобретать недвижимость и контрольные пакеты акций фирм с низкой нормой капитализации в странах со слабой валютой за более высокую цену, чем может предложить местный инвестор.

Модель Алибера учитывает и отраслевой фактор. По его утверждению, при прочих равных условиях прямые инвестиции будут больше в отраслях с высокой нормой капитализации. Это могут быть отрасли с высоким удельным весом амортизации в добавленной стоимости либо отрасли высокотехнологичные. Взаимные потоки прямых инвестиций между странами автор объясняет рядом факторов. Это неравномерный процесс развития соотношения норм капитализации доходов в разных странах; стремление компаний стран с низкой нормой капитализации осуществить часть своих инвестиций в зарубежных странах с высокой нормой капитализации доходов в целях увеличения средней рыночной цены своих акций. Модель Алибера объясняет осуществление прямых инвестиций методом поглощения зарубежных компаний; посредством скупки или установления контроля над уже функционирующими предприятиями.

В теориях прямых инвестиций в развивающиеся страны важное место занимает анализ не только экономических, но и политических рисков, связанных со сменой правительственного курса в принимающих странах, с нестабильностью экономической политики, с угрозой национализации и др. Многие исследователи рисков, которые возникали при осуществлении инвестиций в развивающиеся страны в 1950-1980-е гг., пришли к выводу, что политические риски не всегда были главным препятствием для прямых инвесторов.

Анализ прямых инвестиций американских компаний в развивающиеся страны, проведенный *К. Фатеху-Седи* и *М. Х. Сафизаде*, показал, что в ряде случаев инвестиции в страны с высоким экономическим ростом увеличивались, несмотря на усиление политической нестабильности. Исследования и теоретические обобщения экономических рисков преобладают в работах зарубежных ученых. Американский экономист *В. Тинг* отметил, что риски от нестабильности экономической политики принимающих стран в отношении иностранных инвесторов являются главными угрозами для последних. Политика и методы принимающих стран, как правило, направлены на привлечение иностранных инвестиций. Иностранные инвесторы положительно воспринимают развитие экспортно-ориентированных производств, формирование свободных экономических зон, предоставление нерезидентам таможенных льгот, рынков сбыта, гарантий от экспроприации, свободного вывоза капитала и прибыли и др.

Вместе с тем в некоторых странах практикуются ограничения и запреты, тормозящие приток капитала извне. В том числе ограничения на иностранную собственность, репатриацию капитала и вывоз прибыли, обязательное участие

местного компонента в капитале, в правлении, в продукции; контроль над ценами, отсутствие патентной защиты, бюрократизм и др. В. Тинг рекомендует при разработке инвестиционного проекта учитывать все возможные экономические риски, комплексная оценка которых позволит принять окончательное решение. Автор полагает, что наибольшему риску подвержены иностранные промышленные корпорации как наиболее интегрированные в экономику принимающих стран, а также банки-кредиторы, которым угрожают неплатежи.

П. Х. Линдерт теоретически обосновал вывоз инвестиций в страны и на территории с оффшорными режимами. Он четко сформулировал важное положение о том, что высокий уровень ставок является сильным стимулом для поиска легальных и нелегальных путей уклонения от налогов. Его модель опирается на апробированные практикой механизмы снижения налогов. Прямые инвестиции позволяют снижать налоговые платежи за счет создания филиалов в странах с низким налогообложением. Кроме того, ТНК могут использовать трансфертные цены и другие инструменты для сокрытия размера прибыли и сокращения налогов; они также могут заявлять свои прибыли, полученные в странах с высоким налогообложением, в странах с низким уровнем налогов.

Модель, разработанная Центром ООН по транснациональным корпорациям, выделяет следующие факторы, влияющие на прямое инвестирование, связанное с организацией производства товаров и услуг за рубежом. Во-первых, предпринимательская деятельность в зарубежных странах осуществляется из-за невозможности или затрудненности экспорта товаров и услуг. Во-вторых, производство товаров и услуг в Других странах оказывается более эффективным (прибыльным) за счет экономии на издержках производства и транспортных расходах. В-третьих, для некоторых видов продукции, особенно высокотехнологичных, необходимы послепродажное обслуживание, консультационные и другие услуги, требующие постоянного присутствия производителя на рынке.

Рассмотренные выше теории и модели отражают основные тенденции и закономерности международного движения капиталов, но не исчерпывают всего его многообразия. На современные потоки капитала большое влияние оказывает соотношение валютных курсов, на что обращали внимание еще исследователи неоклассической школы (в частности, Махлуп). Теории валютных курсов получили многостороннюю разработку в современном анализе валютных рынков.

В рамках теорий глобализации сформировалась концепция либерализации валютно-финансовой сферы, которую развивают многие экономисты. На этой концепции основаны и основные требования Вашингтонского консенсуса к странам-должникам, обращающимся за помощью к МВФ и другим кредиторам. Неолибералы утверждают, что ослабление государственного вмешательства и устранение барьеров на пути свободного перемещения товаров, услуг, капитала приведут к формированию эффективного и рационального глобального рынка.

Однако финансовый кризис конца 1990-х гг. вызвал резкую критику глобализации и в особенности дерегулирование финансовой сферы. С этих позиций выступили известные специалисты в области международной экономики, в том числе Дж. Бхагвати, Дж. Стирлиц, Дж. Сакс. В ходе кризиса выявились растущие сомнения в способности глобализации творить добро, а некоторые экономисты

предсказывали мрачные перспективы в связи с этим процессом (П. Кругман, К. Омае и др.).

В валютной сфере последние десятилетия разворачивается настоящая война, в которой используются различные виды оружия. По мнению К. Омае, основным оружием становятся финансовые деривативы, предельно рискованные инвестиции, спекуляция валютой, меркантильные альянсы, торговые союзы, судебные тяжбы вокруг авторских прав и торговых знаков, специально придумываемые налоги и тарифы и средства их обхода, манипулирование учетными ставками с тем, чтобы вызвать перелив средств из одного региона в другой регион, преднамеренный массированный перевод инвестиций, а также кредит, реструктуризация задолженности и т. п.

Автор особое внимание уделяет странам с высокой инфляцией, которые должны возвращать долги в долларах, становящихся в местной валюте все более дорогими; и в этом случае задолженность приводит к растущей зависимости от доллара. Это тем более опасно в связи с проявлением кризисных явлений в экономике США. Финансовый кризис в Азии доказал, что глобализация создала условия для быстрого перенесения негативных явлений из страны в страну и что экономический спад в центрах мировой экономики может вызвать непредсказуемые последствия.

Для определения эффективности портфельных инвестиций используется теория портфеля ценных бумаг. Она объясняет международные потоки портфельных инвестиций стремлением снизить риск путем его диверсификации. Эта теория исходит из того, что доходность от ценных бумаг изменчива и риск может быть снижен путем диверсификации портфеля ценных бумаг — высокий риск по одним ценным бумагам компенсируется меньшим риском по другим ценным бумагам.

Данный доход может быть получен при меньшем риске, а более высокий доход может быть получен при том же уровне риска портфеля в целом. Портфель, включающий внутренние и иностранные ценные бумаги, может в среднем давать более высокий доход и/или более низкий риск, чем портфель, состоящий только из внутренних ценных бумаг. Для получения сбалансированного портфеля требуется двусторонний поток капитала. Инвесторы диверсифицируют риск, приобретая ценные бумаги разных стран.

4.2.3. Международное движение капитала и внешняя задолженность

Взаимосвязь внешних долгов и международного движения капиталов очевидна. Внешняя задолженность, проблема возврата долгов и выплаты процентов являются обратной стороной международного движения капитала в его кредитных формах. Объем внешнего долга определяется условиями предоставления и объемом средств, полученных от официальных и частных кредиторов-нерезидентов. Долговые обязательства перед иностранными кредиторами, формирующиеся при получении банковских кредитов, займов у иностранных и международных кредитных учреждений, эмиссии долговых ценных бумаг на иностранных и международных рынках, требуют своевременного возврата средств и процентов вне зависимости от экономической ситуации в стране-заемщике, что зачастую оказывается весьма проблематичным.

Платежеспособность стран, их способность своевременно и в полном объеме обслуживать долговые обязательства зависит не только от состояния экономики страны-заемщика, ее расчетов с другими странами по текущим операциям, но и от возможности привлечения новых международных ресурсов. Внешняя задолженность зависима и от притока капиталов в формах, не образующих долгов, т. е. прямых инвестиций, портфельных инвестиций в акционерный капитал, а также грантов и других видов концессионной помощи развитию.

Приток капитала и других иностранных средств, не образующих долгов, несколько снижает потребность принимающей страны во внешних и внутренних заимствованиях. Кроме того, прямые иностранные инвестиции и вложения в акционерный капитал повышают платежеспособность страны-реципиента, а также сокращают ее спрос на импорт соответствующих товаров и услуг и, если инвестиции вложены в экспортируемое производство, увеличивают доходы от экспорта.

Внешние заимствования и обслуживание долговых обязательств служат механизмом перераспределения мировых сбережений между различными странами и их резидентами в соответствии с их экономическим потенциалом, возможностями привлекать и эффективно использовать зарубежные ресурсы, что, в конечном итоге, выражается в кредитном рейтинге страны. В этом процессе все преимущества на стороне развитых стран. Наиболее могущественные развитые государства, их банки, фирмы и другие хозяйствующие субъекты обладают свободным доступом к международным ресурсам и могут их использовать с максимальной эффективностью. Они имеют все возможности для оптимального размещения своих средств за рубежом и получения максимальной выгоды от предоставления средств в кредит или их прямого инвестирования.

В моделях прошлого проблеме внешней задолженности уделялось недостаточно внимания. Современные проблемы внешней задолженности высокоразвитых стран, в частности США, не получили должного теоретического обоснования. Тем не менее в традиционных моделях неокейнсианцев проблема внешнего долга присутствует незримо, ибо она связана с несбалансированностью платежных балансов. Теории встречных потоков капитала между развитыми странами вполне применимы к анализу современности. В теоретических построениях японского экономиста Онитсука фактор задолженности является одним из важнейших в развитии страны, которая может превратиться в чистого должника или кредитора.

Ю. Онитсука объясняет международное движение капиталов развитием фаз экономического роста, характеризующихся величиной экспорта или импорта капитала, коэффициентом «инвестиции-продукт» и уровнем международной задолженности на душу населения. Взаимное движение капитала объясняется неравномерностью прохождения разными странами фаз экономического роста. Предельная эффективность капитала — это разность между нормой прибыли и процентом, и она отождествляется с предложением ценных бумаг. Избыток сбережений ассоциируется с избытком спроса на ценные бумаги или экспортом капитала.

В процессе прохождения страной фаз роста складывается ситуация, при которой образуется избыток спроса на новые ценные бумаги, несмотря на отсутствие значительного реального накопления капитала. Страна является кредитором,

если сумма иностранных ценных бумаг у резидентов выше суммы национальных ценных бумаг за границей; в противном случае страна — чистый дебитор. Страна является экспортером капитала с точки зрения текущего аспекта при избытке спроса на ценные бумаги (избытке сбережений) и импортером — при избытке предложения ценных бумаг.

В процессе экономического роста страны возможны случаи, когда она, будучи кредитором/дебитором, выступает как экспортер/импортер. Возможны фазы кредитор/импортер, дебитор/импортер, дебитор/экспортер, кредитор/экспортер. Каждая фаза может быть разделена на две субфазы, критерием деления выступает соотношение между экспортом/импортом капитала и притоком/оттоком инвестиционных платежей.

Онитсука подразделяет страны по насыщенности капиталом и по норме сбережений. Он утверждает, что страна, богатая капиталом с высокой нормой сбережений, при свободном движении капитала со временем обязательно превращается в кредитора/экспортера. Страна, бедная капиталом с высокой нормой сбережений, в условиях свободного движения капитала сначала становится незрелым дебитором/импортером, ибо приток капитала превышает ее инвестиционные платежи за границу.

Но импорт капитала способствует ускорению накопления отечественного капитала, результатом чего становится снижение нормы прибыли. Это тормозит приток иностранного капитала, который становится меньше суммы платежей на капитал за границу. Страна превращается в зрелого дебитора/импортера. Одновременно идет и другой процесс — снижение нормы прибыли уменьшает сумму отечественных инвестиций, которые оказываются меньше сбережений. Общее сокращение инвестиций снижает доходы, делает страну менее привлекательной для иностранного капитала, и импорт прекращается.

Страна вступает в следующую фазу: импорт капитала отсутствует, превышение инвестиций над сбережениями порождает экспорт капитала, однако сохраняются платежи по задолженности. Страна становится сначала незрелым дебитором/экспортером, а затем превращается в зрелого дебитора/экспортера. Накопление зарубежных инвестиций нарастает в результате экспорта капитала и, наконец, превышает иностранные инвестиции в экономике страны. Страна превращается в кредитора/экспортера, что и станет постоянной характерной чертой ее развития.

Страна, богатая капиталом с низкой нормой сбережений, проходит те же фазы, но не достигает положения зрелого кредитора/экспортера. Положение незрелого кредитора/экспортера станет характерной чертой ее развития. Страна, бедная капиталом при низкой норме сбережений, вначале становится незрелым дебитором/импортером, затем — зрелым дебитором/импортером, но она никогда не может стать кредитором/экспортером. Согласно теории Онитсука, развитие страны оказывается в зависимости от соотношения экспорта и импорта капитала, а также от сальдо инвестиционных доходов. Каждой стране в зависимости от ее нормы сбережений предопределяется постоянное устойчивое состояние, которого она достигает, пройдя положенные ей фазы роста.

Проблема внешнего долга развивающихся стран изучается западными и другими исследователями с 1950-1960-х гг. в рамках концепций международного

финансирования и помощи развитию. В конце 1960-х гг. была опубликована модель американца *Б. Абрамовича*. В основу его трехстадийной модели положена идея отказа от внешних заимствований и достижения независимого роста, основанного на внутренних сбережениях. По мнению автора, страна-заемщик с низким уровнем развития проходит три этапа. На первом этапе сбережения не покрывают инвестиции; заемные средства лишь частично направляются на цели развития, остальная часть расходуется на обслуживание внешнего долга, рост которого опережает рост ВВП.

На втором этапе внутренние сбережения обеспечивают инвестиционные потребности; и новые заимствования направляются на обслуживание внешнего долга; рост внешнего долга начинает отставать от роста ВВП. На третьем этапе внутренние сбережения полностью обеспечивают инвестиции и погашение долга, объем которого быстро сокращается. Более реалистична модель *Дж. Хайса*, пытавшегося определить предельную допустимую норму процента по заемным средствам, которая позволит осуществлять долговые платежи, не допуская превышения темпов роста внешнего долга над темпом роста ВВП. С 1980-х гг. формируются концептуальные основы политики МВФ в отношении проблемных стран-должников, которая принимает форму условий реструктуризации долга и предоставления новых кредитов.

Выводы

1. Основоположники классической школы и их последователи видели главную причину вывоза капитала в тенденции нормы прибыли к снижению в стране происхождения и более высоком доходе в виде нормы прибыли или процента в стране приложения. Они указали на активный торговый баланс как источник погашения внешних долгов; на риски, которым подвергают себя кредиторы, предоставляя ссуды отсталым странам, и их возмещение посредством установления высоких процентов; обосновали идею замещения международной торговли международным движением капитала. Неоклассические теории сложились в рамках чистой теории международной торговли и предполагают равновесие цен и издержек производства, спроса и предложения, вытекающих из предельной производительности основных факторов производства.
2. Для неокейнсианских теорий характерен макроэкономический подход и установление взаимосвязанности движения капитала с платежным балансом, национальным доходом и занятостью. Кейнс и неокейнсианцы сосредоточились на проблеме регулирования платежного баланса и ее определяющих факторах, на связи платежного баланса с темпом экономического роста, инвестициями и уровнем занятости. Они обратили внимание на возможность вывоза капитала при пассивном торговом и платежном балансе за счет сокращения внутренних инвестиций.
3. Марксисты определили избыток капитала по отношению к норме прибыли как главную причину его вывоза. Им принадлежит разработка концепции финансовой эксплуатации посредством вывоза капитала в отсталые страны.

4. Современные и новейшие концепции движения капитала базируются преимущественно на монетаристских идеях, и они связаны с транснационализацией и глобализацией мировой экономики.
5. Вывоз прямых инвестиций, по мнению западных теоретиков, определяется не столько максимизацией прибыли, сколько контролем над рынком, стремлением использовать свои инновационные и монопольные преимущества, идеей присвоения потенциальных выгод и др.
6. Японский экономист Ю. Онитсука объяснил международное движение капитала развитием фаз экономического роста; он ввел классификацию стран по наделенности капиталом и по норме сбережений, которые в конечном итоге определяют, превратится страна в чистого кредитора/экспортера или останется чистым должником.
7. Трехфазовая модель Б. Аврамовича направлена на урегулирование внешней задолженности и достижение автономного роста, что не исключает ее применения в современных условиях активного привлечения финансовых средств с международных рынков капитала.

Термины и понятия

Предельная производительность капитала; дефицитное финансирование развития; избыточный капитал; предпочтение ликвидности.

Вопросы и задания для самопроверки

1. Какие причины вывоза капитала выделены в работах английских классиков экономической теории?
2. Чем определяется платежеспособность страны-заемщика согласно теории Дж. С. Милля?
3. Что такое производительность капитала, которая определяет его перемещение между странами?
4. Что считал основой движения капитала между странами Р. Нурксе?
5. Какова связь между вывозом капитала и движением мировых цен по К. Иверсену?
6. Возможен ли вывоз капитала при отрицательном платежном балансе по теории Ф. Махлупа?
7. В чем отличие марксистского определения избыточного капитала от определения Р. Харрода?
8. Как объясняют западные экономисты причины взаимного движения капитала между развитыми странами?
9. Какие страны, по мнению Ю. Онитсука, могут стать кредиторами/экспортерами, а какие — дебиторами/импортерами?
10. Какова мотивация деятельности фирмы в соответствии с концепцией Р. Вернона?
11. При наличии каких предпосылок фирма может начать зарубежное производство по модели Дж. Даннинга?

Литература

1. *Голосов В. В.* Теории вывоза капитала. — М.: Мысль, 1977.
2. *Гильфердинг Р.* Финансовый капитал. — М.: Соцэкгиз, 1959.
3. *Кейнс Дж. М.* Общая теория занятости, процента и денег. — М.: Прогресс, 1978.
4. *Меперди С.* Обзор современных теорий и моделей прямых инвестиций и международной торговли. — М.: Институт научной информации по общественным наукам РАН, 1992.
5. *Милль Дж. С.* Основы политической экономии. — М.: Прогресс, 1980.
6. *Рикардо Д.* Начала политической экономии и налогового обложения. — М.: Государственное изд-во политической литературы, 1955.
7. *Смит А.* Исследование о природе и причинах богатства народов. — М.: Изд-во социально-экономической литературы, 1962.
8. *Тодаро М. П.* Экономическое развитие. — М.: ЮНИТИ, 1997.
9. Экономика: Учебник / Под ред. А. С. Булатова. — М.: БЕК, 1995. — Гл. 27.2.

Раздел II

**МЕЖДУНАРОДНЫЕ
ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ**

Глава 5

Международный валютный рынок

Рассматриваются валюты, их виды и конвертируемость; паритет покупательной способности и валютные курсы: слот, форвардный, номинальный, реальный, эффективный. Изучаются валютный рынок, его инструменты, функции, структура, участники и межбанковские операции. Уделяется внимание рассмотрению инструментов управления валютными рисками, главным валютным рынкам и факторам изменения обменных курсов основных валют.

5.1. Валюты и валютный курс

5.1.1. Валюты: понятие, виды, конвертируемость

Валютой является любой платежный документ или денежное обязательство, выраженное в той или иной национальной денежной единице и используемое во внутренних и международных расчетах. Это банкноты, казначейские билеты, денежные средства на банковских счетах, а также чеки, векселя, аккредитивы и другие платежные средства. Законным платежным средством на территории любого государства является эмитированная им национальная валюта. Местные (внутренние) валюты используются в стране эмиссии резидентами, которые могут также использовать валюту другого государства в качестве законного или незаконного платежного средства.

Внутренняя валюта является иностранной валютой по отношению к партнеру-нерезиденту, который осуществляет финансовые операции на территории данной страны в местной валюте в соответствии с национальным законодательством. Нерезидент может выпускать (эмитировать) свои ценные бумаги, приобретать внутренние ценные бумаги, инвестировать или заимствовать из местных источников или совершать другие сделки. Внутренние валюты, будучи депонированными за пределами страны происхождения, становятся евровалютами, т. е. оффшорными, вненациональными валютами, не подлежащими юрисдикции страны-эмитента.

Резервной является валюта, в которой страны держат свои ликвидные международные резервные активы. Твердая валюта означает стабильный валютный курс. Свободно конвертируемая валюта (СКВ) — это широко используемая валюта для осуществления платежей по международным сделкам, она свободно покупается/продается на главных валютных рынках. Конвертируемость валюты означает свободный обмен национальной валюты на иностранную валюту и ее использование в сделках с реальными и финансовыми активами. Конвертируемость может быть ограниченной, т. е. только по текущим операциям или по операциям с капиталом, и свободной — это означает снятие всяких ограничений на конвертируемость валюты по всем операциям.

Ограничения по текущим операциям могут выражаться в обязательном авансировании импортных платежей для получения в банке иностранной валюты; в распределении валюты между импортерами; в требовании обязательной продажи валюты центральному банку. Ограничения по капитальным операциям выражаются в недопущении иностранного капитала в определенные отрасли экономики; в требовании об обязательной репатриации прибыли; в обязательстве сдавать или продавать валюту; в запрете на покупку резидентами иностранных ценных бумаг и т.д. Существует определенная очередность введения конвертируемости валюты: сначала вводится конвертируемость по текущим операциям, затем по капитальным. Более 100 стран имеют неконвертируемую валюту по капитальным операциям.

Внутренняя конвертируемость означает возможность расплачиваться иностранной валютой внутри страны, т. е. параллельное хождение валюты. Использование иностранной валюты, например доллара, в качестве средства обращения, единицы расчета и сбережения называется долларизацией. Уровень долларизации определяется долей иностранной валюты, пересчитанной в национальную валюту по официальному валютному курсу, в денежном обращении. Внешняя конвертируемость означает право резидента совершать операции с нерезидентами в иностранной валюте.

5.1.2. Валютный курс и паритет покупательной способности валюты

Валютный курс — это цена одной валюты, выраженная в другой валюте. Движение валютного курса показывает изменение соотношения сил между национальными экономиками. Фиксирование курса национальной денежной единицы в иностранной денежной единице называется валютной котировкой, которая может быть прямой и обратной. Прямая котировка означает отношение количества национальных денежных единиц к одной единице иностранной валюты (30 руб. = 1 долл.); обратная — количество иностранной валюты в одной единице национальной валюты (1 руб. = 0,33 долл.).

Валютный курс обычно выражается прямой котировкой, т. е. он показывает, сколько национальных единиц стоит 1 единица иностранной валюты — 1 евро ~ 1,23 долл. Валютный курс английского фунта стерлингов выражается обратной котировкой — 1 ф. ст. - 1,5 долл. Валютный курс банка-покупателя — это курс предложения (*bid rate*), по которому банк покупает иностранную валюту за национальную валюту. Курс банка-продавца — это курс спроса (*offer or ask rate*), по которому банк продает иностранную валюту за национальную валюту. Разница между курсом покупателя и продавца (спрэд) называется маржей, она покрывает издержки и формирует прибыль банка по валютным операциям.

Валютный курс оказывает воздействие на экономику страны, зарубежную деятельность резидентов, а также на внешнее финансирование и на экономическую активность нерезидентов в данной стране. Каждая страна самостоятельно избирает валютный режим, он устанавливается законодательным порядком и может быть фиксированным или плавающим (колеблющимся). Уровень курса национальной валюты может быть жестко или гибко фиксированным к одной иностранной валюте или к группе валют. При фиксированном валютном курсе определяется центральный (базовый) курс валюты (*central rate*) и допустимые пределы отклонения валютного курса от центральной ставки валюты.

Фиксируются, как правило, курсы слабых национальных валют, которые в рыночных условиях склонны к обесценению. Поддержание фиксированного валютного курса требует интервенций центрального банка, отвечающего за валютный курс. Интервенции центрального банка заключаются в покупке национальной валюты (продаже долларов из официальных резервов), если ее валютный курс снижается ниже установленного уровня, и в продаже национальной валюты за доллары, если ее валютный курс становится выше установленного уровня. Большинство стран имеют плавающие валютные курсы, которые устанавливаются спросом и предложением и бывают управляемыми или свободными (независимыми).

Режим управляемых валютных курсов допускает воздействие национальных властей на движение валютного курса посредством активных интервенций на валютном рынке. Отличие от фиксированного курса заключается в том, что при режиме гибко плавающего валютного курса банк не имеет базового показателя валютного курса, который он должен обеспечить. В некоторых странах действует система индексации валютного курса посредством интервенций в зависимости от изменения определенных макроэкономических показателей или уровня инфляции.

При свободно плавающем валютном курсе, который устанавливается рынком, тоже возможны валютные интервенции центрального банка с целью недопущения резких колебаний валюты, а не установления уровня валютного обмена. Поскольку валютные курсы изменяются со временем, они создают валютные риски для всех, кто должен осуществить или получить платеж в иностранной валюте в будущем. В связи с этим возникает необходимость покрытия валютного риска, которое называется хеджированием. Управление валютными рисками требует прогнозирования валютных курсов и принятия мер, защищающих от возможного неблагоприятного развития.

Любой валютный курс национальной валюты (фиксированный или плавающий) отражает соотношение спроса/предложения на национальную валюту на валютных рынках, которое складывается в процессе взаимодействия национальной экономики с остальным миром. Увеличение спроса на национальную валюту поднимает ее обменный курс. Рост предложения национальной валюты означает увеличение спроса на иностранную валюту в данной стране; он действует в сторону снижения обменного курса национальной валюты. Взаимодействие национальной экономики с мировой экономикой посредством осуществления многочисленных сделок по экспорту/импорту товаров, услуг, перемещению капиталов, изменению резервов и т.д. показывает платежный баланс и отражает валютный курс.

Валютные курсы различаются по видам платежных документов, которые являются объектом обмена (курс телеграфного перевода, курс чеков, курс банкнот). Они дифференцируются в зависимости от вида валютных сделок. Различаются курсы наличных сделок (слот), при которых валюта поставляется немедленно (в течение 2 рабочих дней), и курсы срочных сделок (форвардных), при которых реальная поставка валюты осуществляется через определенный период времени на фиксированную дату. Курс слот — это базовый курс валютного рынка, по нему регулируются текущие торговые и неторговые операции.

В основе формирования валютного курса лежат многие факторы, в том числе инфляция, процентные ставки, платежный баланс, интервенции центрального

банка, официальные резервы и т.п. Валютный курс отражает покупательную способность валюты, но не совпадает с ней. Взаимосвязь между инфляцией и движением валютного курса устанавливается через паритет покупательной способности (ППС) валюты. В странах с фиксированными валютными курсами ППС валюты является ориентиром для установления ее валютного курса. Плавающий курс валюты может существенно отличаться от ее ППС. В основе определения паритета покупательной способности валюты лежит базовая концепция одной цены.

Правило одной цены гласит, что в условиях конкуренции, без учета транспортных издержек и других барьеров, препятствующих торговле, одинаковые (идентичные) продукты, продаваемые на разных национальных рынках, торгуются по одинаковым ценам, если их выразить в одной валюте. Выравнивание товарных цен и единая цена на идентичные товары складываются в результате арбитражных операций. Например, банка кофе одного сорта и веса стоит в Лондоне 2 ф. ст., в Москве — 50 руб. Это значит, что 2 ф. ст. = 50 руб., а ППС рубля к фунту составляет 25 руб.

Это можно выразить формулой:

$$S = P/P^*,$$

где S — это курс национальной валюты к иностранной валюте, P — цена товара в местной валюте, P^* — цена такого же товара в иностранной валюте.

Для стран со свободно обратимой валютой разница между валютным курсом и ППС валюты обычно невелика; более того, ППС может быть выше валютного курса. Для стран развивающихся и с переходной экономикой эта разница может достигать до 70 % и более из-за высокого спроса на свободно конвертируемую валюту. Заниженный по отношению к ППС валютный курс национальной валюты поддерживается во многих странах для расширения экспорта товаров и привлечения иностранного капитала.

Индексом цены измерения ППС может служить цена гамбургера в закусочных *McDonald's* в разных странах. Если гамбургер стоил 12 апреля 1997 г. в США 2,42 долл., а в Мексике — 14,90 песо, то ППС равнялся 6,16 песо за 1 долл., валютный курс в этот день был равен 7,90 песо/1 долл., а ППС песо к доллару США был выше валютного курса песо/доллар на 22 %. В тот же день ППС китайского юаня к доллару США был выше валютного курса юань/долл. на 52 %, венгерского форинта — на 36 %. Напротив, курс национальной валюты к доллару был ниже ППС в Великобритании на 22 %, в Бельгии — на 28 %, в Германии — на 18 %, в Израиле — на 40 %, в Швейцарии — на 66 %.

5.1.3. Валютный курс спот и спрос на национальную валюту

Определение курса спот. Иностранная валюта продается/покупается на рынке по цене, называемой ее обменным, или валютным, курсом. Обменный курс — это цена иностранной валюты, выраженная во внутренней валюте (1 долл. - 29 руб.). Если торговля валютами осуществляется в условиях свободного рынка, то ежедневные котировки валюты базируются на цене банковских переводов, посредством которых банк-продавец посылает платежную инструкцию в учреждение-

депозитарий. Для большинства валют банки-дилеры назначают только обменный курс спот. Курс форвард (курс по срочным сделкам) имеется у ограниченного числа валют.

На свободном рынке валютные курсы определяются спросом и предложением иностранной валюты. Величина спроса на иностранную валюту зависит от объема международных (валютных) платежей нерезидентам. Эти сделки могут включать куплю (импорт) товаров и услуг, отток капитала. Величина спроса на валюту обратно пропорциональна ее цене. Высокий обменный курс увеличивает цену товаров, услуг и финансовых средств, и спрос на нее снижается. Напротив, низкий валютный курс повышает спрос на иностранную валюту.

Предложение иностранной валюты определяется международными сделками, которые оплачиваются нерезидентами. Эти сделки включают продажу (экспорт) товаров, услуг и финансовых средств (приток капитала) нерезидентам. Предложение иностранной валюты зависит от спроса иностранных покупателей на местные товары, услуги. Высокий обменный курс иностранной валюты стимулирует экспорт товаров и услуг, увеличивает предложение валюты. Низкий обменный курс угнетает экспортную активность, снижает предложение иностранной валюты.

Валютные дилеры имеют дело не только со многими валютами, но и с разными обменными курсами валют — по ставке спот или по ставке форвард. Валютный курс спот означает ставку обмена двух валют с немедленной поставкой, это текущая ставка обмена двух валют, противостоящих друг Другу. Курс спот может быть рассчитан через валютный курс третьей валюты по формуле:

$$(A/C) \times (C/B) = (A/B),$$

где A/B — кросс-курс евро к доллару, рассчитанный через фунт (C).

Валютный курс спот показывает соотношение спроса на валюту и ее предложения. Он складывается на валютном рынке, где сходятся те, кто хочет купить валюту (они представляют спрос), и те, кто хочет ее продать (предложение). Однако на практике существует двухдневный лаг (промежуток) между покупкой/продажей и поставкой валюты, и фактический обмен включает подтверждение сделки, ее оформление и клиринговые платежи. Простая модель определения валютного курса спот основана на спросе и предложении валюты под воздействием многих факторов, важнейшим из которых для большинства стран является спрос иностранцев на товары и услуги страны эмиссии валюты.

Экспортные цены и спрос на валюту экспортера. Между ценами на экспортные товары и обменным курсом валюты экспортера к валюте импортера существует тесная взаимосвязь: снижение цен повышает спрос на валюту экспортера. Рассмотрим спрос в Германии на японские «Тойоты» в зависимости от цены автомашины. При внутренней цене 6250 евро за одну автомашину спрос составляет 200 тыс. автомашин, и спрос на иены будет равен 13,75 млн евро, которые необходимо конвертировать в иены. При увеличении цены до 10 тыс. евро спрос может снизиться до 100 тыс. автомашин. В этом случае совокупная стоимость спроса на иены опускается до 1 млн евро, соответственно, курс иены к евро снижается.

И начинается обратный процесс — при уменьшении цены валюты и снижении цен спрос на валюту увеличивается. В определенный момент устанавливается

цена равновесия валюты, т.е. такой обменный курс, при котором предложение валюты равно спросу на валюту на валютном обменном рынке. Таким образом, спрос на ту или иную валюту на валютном рынке носит производный характер и определяется ценами, которые воздействуют на валютный курс.

Валютный курс и спрос на валюту. Спрос на валюту меняется и в зависимости от изменения валютного курса. Если, например, валютный курс фунта стерлингов к доллару равен 1,40 долл./1 ф. ст., то при цене единицы английского экспорта 10 ф. ст. в долларах это будет 14 единиц. Если фунт стерлингов дорожает относительно доллара и валютный курс фунта поднялся до 2,0 долл. за 1 ф. ст., то происходит следующее. Цены на английский экспорт для американских импортеров повысятся до 20 долл., это приведет к сокращению физического объема экспорта английских товаров на рынок США с 1400 до 600, соответственно, спрос на фунты стерлингов снизится с 14 000 до 6000.

По этой модели спрос на фунты стерлингов зависит от английского экспорта, его увеличение вызывает повышенный спрос на английские фунты стерлингов, уменьшение — снижение спроса на фунты стерлингов. Среди факторов, влияющих на изменение спроса на валюту экспортера, большое значение имеют увеличение дохода страны-импортера (в данном примере — США), изменение в американских предпочтениях в пользу английских товаров и рост цен на американском товарном рынке. Все эти факторы дают в результате растущий спрос в США на английский импорт и, соответственно, на английскую валюту.

Предложение национальной валюты на международном рынке равно ее спросу на иностранную валюту. В частности, предложение английских фунтов стерлингов по существу равно спросу Великобритании на доллары. Если фунт стерлингов дорожает по отношению к доллару, то стоимость американского экспорта в Великобританию становится дешевле для британских покупателей, они покупают больше американских товаров, и, соответственно, объем американского экспорта в эту страну растет. С ростом американского экспорта в Великобританию возрастает спрос на доллары, которые покупаются за все большее количество английских фунтов, которые предлагаются на валютном рынке.

При валютном курсе 1 ф. ст. = 1,40 долл. физический объем американского экспорта составит 600, а его стоимость при цене 20 долл. за единицу будет равна 12000 долл., спрос на фунты стерлингов при данном валютном курсе составит 12000 долл.: 1,40 долл. - 8571 ф. ст. Если доллар подешевеет до 2,00 долл./1 ф. ст., то цена 1 единицы американского экспорта в фунтах стерлингов снизится до 10,00 ф. ст., физический объем американского экспорта возрастет до 1350, а его стоимость составит в долларах 27 000 долл., спрос на фунты стерлингов поднимется до 13 500 ф. ст.

Предложение английских фунтов зависит от величины спроса Великобритании на американский экспорт. Английский спрос на американские товары будет возрастать при увеличении дохода Великобритании, при возрастании предпочтения английских покупателей американским товарам, при росте английских цен. Все эти факторы вызывают увеличение спроса на американские доллары и, соответственно, — увеличение предложения английских фунтов.

При плавающем валютном курсе государственные органы власти не вмешиваются в покупку/продажу своей валюты на валютных рынках. Они допускают

изменение стоимости валюты под воздействием соотношения спроса и предложения. Рост спроса на экспорт товаров данной страны увеличивает и спрос на национальную валюту. Это приводит к ее удорожанию и повышению валютного курса, что вызовет сокращение экспорта и спроса на валюту данной страны. Таким образом, ставка плавающего валютного курса колеблется в зависимости от изменений спроса/предложения валюты.

Концепции **рыночной** цены обменных курсов отражают влияние международной торговли, кредитования/заимствования и других факторов на спрос и предложение иностранной валюты.

1. Эффект импорта — расширение импорта создает повышенное предложение валюты страны-импортера на рынке валютных обменов и понижает ее стоимость.
2. Эффект экспорта — расширение экспорта вызывает повышенный спрос на валюту страны-экспортера и повышает ее стоимость на рынке валютных обменов.
3. Иностранное заимствование приводит к увеличению стоимости валюты заемщика на рынке валюты.
4. Иностранное кредитование вызывает увеличение предложения валюты страны-кредитора и снижение ее стоимости на рынке.
5. Правительственные вмешательства в деятельность валютных рынков оказывают воздействие на спрос/предложение иностранной валюты.

Фиксированный валютный курс устанавливается властями на уровне совпадения спроса и предложения. Если спрос на валюту увеличивается, то валюта оказывается под давлением ревальвации, т. е. увеличения ее валютного курса. Чтобы избежать ревальвации национальной валюты, центральный банк покупает доллары на валютном рынке, увеличивая предложение национальной валюты до тех пор, пока не восстановится равновесие спроса и предложения по фиксированному валютному курсу. Эта операция увеличивает предложение национальной валюты и инвалютные резервы страны в долларах. При снижении спроса на валюту и угрозе ее девальвации центральный банк скупает излишнюю (по отношению к фиксированному валютному курсу) национальную валюту за доллары, сокращая тем самым ее предложение и инвалютные резервы в долларах.

5.1.4. Номинальный, реальный и эффективный реальный валютный курс

Номинальный валютный курс. Текущий валютный курс (слот) не учитывает покупательной способности валюты по товарам/услугам. Сам по себе он не несет информации, которая позволила бы проанализировать его влияние на экономику и платежный баланс. Для анализа влияния колебаний валютного курса применяются индексы номинального, реального и эффективного (реального) валютных курсов. Номинальный валютный курс — это текущий валютный курс, который преобладает на данную дату. Номинальный валютный курс, выраженный в индексе за ряд лет или периодов, показывает динамику валютного курса в расчетных единицах СДР или к другой иностранной валюте.

Он показывает, например, сколько долларов можно получить сегодня за 10 евро на валютном рынке и сколько можно было получить в прошлом году. Если в базовый

период валютный курс был равен 0,85 долл./1 евро, а теперь — 1,25 долл./1 евро, индекс номинального валютного курса евро против доллара поднялся с 100 до 147. Увеличение или снижение номинального валютного курса вовсе не означает, что страна стала более или менее конкурентоспособной на международных рынках. Изменение конкурентоспособности показывает реальный валютный курс (табл. 5.1).

Таблица 5.1

Определение индексов номинального и реального валютного курса фунта стерлингов

Период	Номинальный валютный курс (долл. /1 ф. ст.)	Индекс номинального валютного курса	Индекс цен в Англии	Индекс цен в США	Индекс реального валютного курса
1	2,00	100	100	100	100
2	2,40	120	120	120	120
3	1,80	90	130	117	100
4	1,50	75	150	125	90

Реальный валютный курс — это номинальный валютный курс, приспособленный к относительным внутренним ценам сопоставляемых стран. Реальный валютный курс можно рассчитать по следующей формуле:

$$Sr = SxP/P^*,$$

где Sr — индекс реального валютного курса; S — номинальный валютный курс (количество иностранной валюты за одну единицу внутренней валюты) в индексной форме; P — индекс уровня внутренних цен; P^* — индекс уровня цен на иностранном рынке.

Индекс реального валютного курса фунта стерлингов рассчитывается путем умножения индекса номинального валютного курса на индекс цен английского рынка и деления на индекс цен американского рынка.

Эффективный реальный валютный курс. Большинство стран мира ведет торговлю и осуществляет другие операции со многими странами. В связи с этим участники рынка озабочены тем, завышен или занижен курс национальной валюты против корзины иностранных валют тех стран, с которыми ведется торговля. Реальный эффективный валютный курс — это курс национальной валюты к корзине валют государств — основных торговых партнеров, рассчитанный по соотношению реальных валютных курсов.

Для иллюстрации допустим, что Великобритания осуществляет 30 % торговли с США, 70 % — с Германией. Это значит, что 0,3 веса курса привязано к индексу валютного курса фунта стерлингов к доллару и 0,7 — к евро. Эффективный валютный курс фунта стерлингов основан на движении двустороннего валютного курса фунта против доллара и евро. Индекс реального эффективного валютного курса фунта рассчитывается умножением отношения индекса долл./ф. ст. на 0,3 и индекса евро/ф. ст. на 0,7.

По официальным данным, реальный эффективный курс рубля к корзине валют государств — основных торговых партнеров России за январь-март 2004 г. повысился на 4,7 %, реальный курс рубля к доллару возрос на 5,3 %, к евро - на 6,1 %.

5.1.5. Форвардный курс валюты

Кроме текущего валютного курса спот экономические агенты используют срочный валютный курс, по которому покупка/продажа валюты произойдет в какой-то определенный день в будущем — через 30-90-270 или 360 дней по ставке форвард. На форвардном рынке действуют три группы экономических агентов, которые различаются по мотивации совершения форвардных сделок: это хеджеры, в качестве которых обычно выступают фирмы, арбитражеры (в основном банки) и спекулянты. Хеджеры используют форвардный валютный рынок для защиты от потерь из-за валютного риска, который возникает при неблагоприятных колебаниях валютного курса.

Например, английский импортер должен уплатить своему американскому поставщику 15000 долл. через год. Допустим, что валютный курс спот составляет 1,60долл./1 ф. ст., а годовой (360 дней) форвардный курс равен 1,55долл./1 ф. ст. Покупая долларовый форвардный контракт, импортер уверен, что он заплатит 10000 ф. ст. Если он не покупает форвардный контракт, то он серьезно рискует, поскольку за год доллар по отношению к фунту может подорожать. Если валютный курс спот поднимется до 1,30 долл./1 ф. ст., то импортеру придется платить не 10 тыс. ф. ст., а 15 000 ф. ст. (15 000 долл./1,30).

Если фунт подорожает по отношению к доллару и валютный курс спот будет равен, допустим, 2,0 долл./1 ф. ст., то английскому импортеру надо будет заплатить всего 7750 ф.ст. (15500 долл./2 ф. ст.). И, купив форвардный контракт, он упустит большую выгоду. Форвардный контракт дает хеджеру-импортеру уверенность в том, что он будет иметь нужную сумму в момент наступления срока платежа, что он избежит валютного риска и сбалансирует свои активы и обязательства.

Арбитражеры действуют на форвардном рынке с целью получения безрискового дохода на разнице валютных курсов, которая образует форвардную премию или скидку. Валюта содержит форвардную премию, если форвардный обменный курс валюты выше ее обменного курса спот. И наоборот, валюта содержит форвардную скидку, если форвардный курс ниже спотового обменного курса. Форвардная скидка или премия выражается в процентах к обменному курсу спот, которую можно рассчитать по следующей формуле:

$$\text{форвардная скидка/премия} = (F - S)/S \times 100,$$

где F — это форвардный валютный курс, S — валютный курс спот.

Спекулянты - это агенты, которые надеются получить доход, принимая на себя валютный риск. Они действуют на форвардном валютном рынке, рассчитывая на то, что будущий валютный курс спот долл./ф. ст. в день исполнения форвардного контракта, будет выше форвардного валютного курса. Например, годовой форвардный валютный курс установлен на уровне 1,55 долл./1 ф. ст. Спекулянт полагает, что английский фунт за год подорожает и валютный курс спот будет состав-

лять 1Д0 долл./1 ф. ст. Он может продать 1000 ф. ст. по форвардному курсу 1,55 долл./1 ф. ст., в означенный день спекулянт получит 1550 долл., затем он их меняет на фунты по курсу 1,40 долл./1 ф. ст. и получает 1107,14 ф. ст. Таким образом, его доход составит 107,14 ф. ст.

Спекулянт может ошибиться, ожидаемый валютный курс спот окажется выше годового форвардного валютного курса, например, 1,70 долл./1 ф. ст. В этом случае полученные им по форвардному контракту 1550 долл., за которые он заплатил 1000 ф.ст., будут стоить всего 911,76 ф. ст., потери составят 88,24 ф.ст.

форвардный валютный курс определяется взаимодействием трейдеров, хеджеров и спекулянтов. Одно из условий, которое следует поддерживать на форвардном валютном рынке, состоит в том, что каждой форвардной покупке валюты должна соответствовать форвардная продажа валюты, и чистый спрос на валюту равен нулю:

$$NDH + NDA + NDS = 0,$$

где NDH — чистый спрос хеджеров, NDA — чистый спрос арбитражеров, NDS — чистый спрос спекулянтов.

5.2. Валютный рынок

5.2.1. Понятие и инструменты

Финансовые операции между резидентами одной страны существенно отличаются от операций между внутренними и иностранными резидентами из-за разных валют, которые используются в странах эмиссии. Международные финансовые сделки требуют обмена одной национальной валюты на другую национальную валюту. Эффективность международной финансовой системы и уровень ее взаимодействия (интеграции) с национальными финансовыми системами в значительной степени зависят от того, как быстро и как дешево может быть осуществлен обмен национальной валюты на иностранную валюту, т. е. покупка иностранной валюты, или, наоборот, ее продажа за национальную валюту.

Валютный рынок — это рынок иностранной валюты, на котором правительственные учреждения, центральные и другие банки, фирмы, фонды, отдельные лица обменивают валюту одной страны на валюту другой страны посредством покупки/продажи финансовых активов, выраженных в иностранной валюте. Для любой валюты валютный рынок складывается из всех международных финансовых центров, расположенных в Лондоне, Нью-Йорке, Париже, Цюрихе, Франкфурте, Сингапуре, Гонконге, Токио, где эта валюта продается и покупается за другую валюту. Эти международные финансовые центры объединены между собой всеми видами связи и находятся в постоянном контакте друг с другом, формируя таким образом единый международный валютный рынок и обеспечивая кругло-суточную торговлю иностранными валютами.

Валютный рынок является центральным звеном международной финансовой системы; он обеспечивает взаимодействие всех сегментов международного финансового рынка. Валютные рынки, как и рынки евровалют, относятся к международному денежному рынку. Это рынки краткосрочного капитала, которые

обеспечивают международные финансовые операции. Объем международных денежных рынков зависит от объемов операций на международных рынках долгосрочного капитала. Валютные рынки обеспечивают базовые средства платежа, в то время как евровалютные рынки являются рынками займов и депозитов. На валютном рынке происходит обмен (покупка/продажа) иностранных валют для финансирования международной торговли и осуществления инвестиций, формируется валютный курс.

Валютный рынок также предоставляет механизмы для защиты от валютных рисков, для движения спекулятивных капиталов и осуществления денежно-кредитной и валютной политики центральных банков. Валютный рынок позволяет своим участникам передавать покупательную способность, хеджировать, спекулировать на изменениях валютных курсов, производить покрытый процентный арбитраж, извлекать прибыль из изменений ставок процента. Торговля валютой осуществляется посредством различных валютных операций на рынке спот, на форвардном рынке, на рынке валютных фьючерсов, опционов, свопов. Валютные рынки по объему, характеру валютных операций и по количеству используемых валют подразделяются на глобальные, региональные и внутренние рынки. Глобальные рынки сосредоточены в международных финансовых центрах.

Валютный рынок оперирует иностранными валютами и финансовыми краткосрочными требованиями/обязательствами, выраженными в иностранной валюте, в том числе валютными депозитами, ценными бумагами иностранных государств и корпораций. К инструментам валютного рынка относятся банковские переводы и акцепты, аккредитивы, чеки, переводные векселя (тратты), подлежащие оплате в иностранных валютах, депозитные сертификаты и др. При работе на валютном рынке банки пользуются телеграфными, а в основном электронными переводами средств с бессрочных вкладов (депозитов до востребования); банковскими векселями на предъявителя; коммерческими траттами.

При электронном переводе покупатель платит банку за требуемую валюту, а банк передает по электронной связи платежные инструкции банку-корреспонденту, в котором находится валютный депозит. Этот метод обычно используется при переводе крупных сумм. Специальные компьютерные телекоммуникационные средства увеличивают скорость передачи и повышают точность сообщений, передаваемых одним банком другому. Валютная торговля развивается по двум направлениям — электронные дилинговые системы и электронные брокерские системы, которые наиболее активно используются в торговле парами.

Наиболее часто применяются для международной передачи сообщений система СВИФТ, система британской компании Рейтер, которая обеспечивает текущую информацию о финансовом рынке, а также электронная межбанковская система клиринговых расчетов (ЧИПС). Альтернативой телеграфному или электронному переводу может служить почтовый перевод. В этом случае инструкции отправляются по почте или банкир предоставляет покупателю вексель на предъявителя, а покупатель отправляет его авиапочтой продавцу, который может получить платеж в своем банке в национальной валюте. Коммерческие тратты, предназначенные к оплате в валюте, выставляются экспортерами покупателю или банку поку-

пателя. Экспортер может отдать распоряжение одному из банков, обслуживающих сделку, учесть тратту, т. е. дисконтировать (купить) ее.

5.2.2. Функции валютного рынка

Валютный рынок выполняет следующие функции.

1. Переносит покупательную способность из одной страны в другую посредством обмена валют.
2. Предоставляет клиринговый механизм для международных платежей, не внося существенных изменений в нетто-позиции коммерческих банков при осуществлении крупных сделок с куплей/продажей валют.
3. Обеспечивает источник краткосрочных кредитов импортерам и заемщикам, предоставляя банкам возможность покупать срочные тратты, выписанные в иностранной-валюте и хранящиеся до наступления срока выплаты, с обязательством оплатить чек, выписанный на определенный срок.
4. Обеспечивает способы хеджирования открытых валютных позиций.
5. Предоставляет широкие возможности для спекулятивных сделок.
6. Предоставляет возможности для арбитражных операций.

Трансферт средств или покупательной силы из одной валюты в другую является важнейшей функцией валютных рынков. Лишь десятая часть от общего объема торговли валютой направляется на финансирование международной торговли и инвестирование. Остальная часть валютной торговли используется в сделках, заключаемых торговцами и спекулянтами, покупающими и продающими валюту в ожидании быстрой прибыли от предугаданных изменений в относительной стоимости валюты. На торговлю банкнотами и обмен наличных денег приходится незначительная часть валютного рынка. Подавляющая часть валютных операций проводится в безналичной форме по банковским счетам.

Современные средства коммуникаций позволяют торговать валютой круглые сутки, за **исключением** выходных дней. Ежедневный мировой оборот валютного рынка составляют около 2 трлн долл. Спрос и предложение на валютном рынке формируется в результате столкновения денежных требований и обязательств, выраженных в различных валютах, опосредующих международный обмен товарами, услугами, капиталами, технологиями и т. п. Например, российский экспортер, продавший в ФРГ нефть за доллары, меняет их (продает) на рубли, тем самым он формирует спрос на рубли и предложение долларов. Напротив, немецкий импортер будет предлагать на валютном рынке немецкие марки за доллары для оплаты контракта.

Если общий спрос страны на иностранную валюту в процессе ее международных сделок превышает предложение общих поступлений иностранной валюты в страну, то плавающий курс национальной валюты снизится. Если валютный курс фиксированный и не меняется под влиянием спроса и предложения, то коммерческим банкам приходится занимать валюту у центрального банка, который является кредитором «последней инстанции»; или сам центральный банк продает иностранную валюту для поддержания фиксированного валютного курса.

На валютном рынке осуществляются следующие операции: денежные переводы, хеджирование, спекуляция, клиринг, краткосрочный кредит. *Перевод денег*

из одной страны в другую означает приобретение покупательной способности для осуществления платежей в иностранной валюте. Потребность в денежных переводах возникает при импорте иностранных товаров, услуг, технологий; при осуществлении зарубежных инвестиций; при поездках в другие страны и пр. Приобретение покупательной способности на территории другой страны делается посредством покупки иностранной валюты в виде банкнот или депозитов.

С учетом конвертируемости национальных валют возможны различные варианты денежных переводов. Ввиду особого положения доллара, который является международной валютой, американские импортеры и резиденты США могут осуществлять платежи и инвестиции исключительно в долларах и требовать от нерезидентов погашать платежные обязательства и проводить инвестиции в долларах. В этом случае импортеры американских товаров и иностранные инвесторы в США вынуждены будут обменять свою валюту на доллары для осуществления платежей и инвестиций.

Экспортеры на американский рынок и получатели доходов от инвестиций в США должны обменивать доллары на национальную валюту. Российские импортеры и инвесторы покупают доллары для осуществления платежей и инвестиций; российские экспортеры и получатели инвестиций обменивают доллары (или другую свободно конвертируемую валюту) на рубли. Иностранные экспортеры на российский рынок обменивают рубли на доллары; иностранные импортеры платят долларами (или иными СКВ) за российские товары,

С точки зрения рыночного механизма валютный обмен — это обмен валюты одной страны на валюту другой страны. Обмен валюты осуществляется посредством ее купли/продажи или посредством операций с валютными депозитами до востребования, т. е. через дебетование и кредитование банковских счетов вместо реальных обменов валюты.

Расчетные сделки с иностранной валютой (клиринг). Валютный рынок обеспечивает механизм клиринга при проведении международных платежей. Этот механизм действует через оборот депозитов до востребования в иностранной валюте, которые банки хранят в банках-корреспондентах, расположенных в других финансовых центрах. Таким образом, в сделках с иностранной валютой преобладают операции с бессрочными валютными депозитами. Депозиты до востребования — это средства, которые используются в торговле между банками, работающими на валютном рынке. Банковские дилеры хранят бессрочные вклады в иностранной валюте в банках-корреспондентах, расположенных в финансовых центрах, где эта валюта является внутренней. Например, крупный банк-дилер, расположенный в Германии, может иметь депозиты в нескольких десятках иностранных валют в банках, находящихся в финансовых центрах, где эти валюты являются внутренними. Другие банки, находящиеся в Германии, также хранят депозиты в банках иностранных финансовых центров. Таким образом, банки, расположенные в Германии, имеют возможность продавать иностранную валюту, отдавая распоряжения своим иностранным сотрудникам перевести депозит до востребования покупателю или посреднику. Аналогичным образом осуществляется и покупка валюты. В этом случае продавец переводит ее в банк, находящийся за границей, на счет банка Германии.

Крупнейшие банки, которые занимаются операциями с иностранными валютами, работают в торговых секциях ведущих международных финансовых цен-

тров, где они имеют 30-50 брокеров, действующих в различных секторах валютного рынка. Валютный рынок больше похож на внебиржевой рынок ценных бумаг, чем на фондовую биржу. Электронные коммуникации, телефонные линии и средства компьютерной поддержки обеспечивают связь между брокерами. В результате большинство сделок с иностранной валютой осуществляются через дебетование и кредитование банковских счетов вместо реальных обменов валюты.

Механизм клиринга позволяет осуществлять большое количество сделок без расчета наличными или перевода средств. Например, два немецких банка могут заключить на утренних торгах следующие сделки, продавая или покупая доллары за евро (табл. 5.2).

Таблица 5.2
Пример заключения двумя банками
сделок покупки/продажи долларов за евро на одних утренних торгах

	Покупка	Продажа	Сальдо
Банк «А»	120 млн долл.	100 млн долл.	20 млн долл.
Банк «Б»	90 млн долл.	95 млн долл.	-5 млн долл.

При объеме торговли 405 млн долл. изменение долларовых позиций банков состоит в увеличении объема средств банка «А» на 20 млн долл. и уменьшении банка «Б» на 5 млн долл. В результате на утренних торгах банк «А» выступил как покупатель 20 млн долл., банк «Б» — как продавец 5 млн долл.

Хеджирование — это искусство страхования открытых позиций; оно является способом защиты от валютных позиций под риском, называемым валютным риском* ком потенциальных убытков. Хеджирование осуществляется на рынках спот, форвардном, опционов и фьючерсов. Импортеры, использующие иностранную валюту при сделках, стремятся обезопасить себя от повышения стоимости валюты; экспортеры — от ее понижения. Например, французский импортер, покупающий товар у японского поставщика, обязан рассчитаться за него в иенах. Через 2 месяца, когда наступит срок платежа, ему придется осуществить платеж в иенах, и импортер имеет позицию под риском в этой валюте.

Риск состоит в том, что за это время курс иены по отношению к евро может возрасти, в результате чего стоимость приобретенного японского товара в евро повысится. В этом случае имеется три варианта.

1. Импортер может взять кредит в евро, конвертировать его в иены по курсу спот и вложить их на японском денежном рынке. Тем самым он страхует от того риска, что через 2 месяца курс спот может быть выше сегодняшнего. Ценой страховки является разность между процентной ставкой, которую он платит за кредит, и более низкой процентной ставкой, которую он получает на свой депозит. При операции на рынке спот деньги связаны на 2 месяца.
2. Хеджирование обычно применяется на форвардном рынке, где не занимаются и не связываются средства. Импортер может купить форвардный контракт на иены с поставкой и платежом через 2 месяца по сегодняшнему 2-месячному форвардному курсу. Если цена 2-месячного форвардного контракта

на иены составляет 3 % в год, то импортер должен уплатить **через 2 месяца 3% : 6 - 0,5 % от суммы.**

3. Импортер может оставить открытую **позицию** под риском. Если **сделать** некоторые предположения об уровне ставок процента (в Париже и в Токио) и обменных курсов (евро/иена), то можно подсчитать издержки/доходы. **Рынок** считается **эффективным**, если цены отражают всю доступную информацию и если **форвардные** курсы в точности предсказывают будущие курсы еног.

При хеджировании валютных курсов возможно использование следующих **инструментов**:

- форвардный контракт дает право на покупку/продажу иностранной валюты с поставкой в какой-то определенный срок в будущем;
- **фьючерсный** контракт — это Стандартизированный контракт по валютному фьючерсу, который можно купить/продать. Если участник контракта осуществляет продажу, то это означает, что он находится в «**короткой позиции**» по **данной** валюте, а если он осуществляет покупку, то он находится в «**длинной позиции**» по **данной** валюте;
- опционный контракт представляет собой **стандартизированный** контракт, дающий своему **владельцу** право купить (опцион «колл») или продать (опцион «пут») иностранную валюту по фиксированной цене;
- **опцион по фьючерсу** — это стандартизированный контракт, дающий своему владельцу право купить/продать фьючерсный валютный контракт;
- валютный своп — это контракт, предполагающий обмен долговыми платежными обязательствами сторон, выраженными в различных иностранных валютах.

Спекуляции осуществляются на тех же рынках, что и хеджирование. Они основываются на ожидании **изменений** валютных курсов (неравновесие на рынке **срочных** сделок) и на **осуществлении** таких действий, при которых можно получить выгоду от этих изменений. Например, если мы ожидаем, что курс еног фунта **стерлингов** за три месяца упадет с 1,75 до 1,60 долл., то будет выгодно осуществить **форвардную** сделку по продаже фунтов, если курс **форвард** совпадет с курсом еног. Прибыль на 1 ф. ст. составит 0,15 центов.

Кредитная функция валютного рынка. Валютный рынок обеспечивает краткосрочный кредит, **когда** экспортер выставляет срочную **тратту** покупателю или его банку. Разница между векселем па предъявителя (**тратта** с оплатой по предъявлении) и срочной траттой **заключается** в том, что вексель па предъявителя оплачивается немедленно, а срочная тратта оплачивается через определенный срок после предъявления. Если экспортер выставляет срочную тратту, она дисконтируется, продается па рынке векселей. В результате экспортер получает дисконтированную стоимость.

Поскольку тратта деноминирована в иностранной валюте, банк передает ее экспортеру, что облегчает финансирование экспортных сделок. Срочная тратта становится акцептованной, покупается па денежном рынке инвестором, который тем самым оплачивает сделку. Краткосрочный кредит необходим, **когда** товар **нахо-**

дится в процессе перевозки и когда покупателю необходимо время, чтобы перепродать товар и осуществить платеж. Как правило, экспортеры предоставляют импортерам 90 дней для осуществления платежа. Экспортер обычно предоставляет скидку импортеру, когда он платит в иностранном отделе его банка. В результате экспортер получает деньги немедленно, а банк получит деньги от импортера в срок.

Арбитраж на рынках иностранной валюты. На валютных рынках из-за тесного взаимодействия продавцов и покупателей осуществляется арбитраж. Валютные рынки стали глобальными, и валютные сделки можно осуществлять круглые сутки. Глобальность и взаимосвязанность валютных рынков порождают тенденцию к выравниванию обменных курсов на всех валютных рынках, к действию закона одной цены на основе арбитража. Арбитраж означает использование ценовых различий валют для получения безрискового гарантированного дохода. Арбитраж бывает двух типов — арбитраж финансовых центров и арбитраж валют. Для иллюстрации арбитража следует допустить, что цена транзакции ничтожна, **что** имеется только одна ставка обменного курса и нет спреда между ценой спроса и предложения.

Под валютным арбитражем финансовых центров понимается покупка валюты в одном финансовом центре, где она дешевле, для немедленной ее перепродажи в другом финансовом центре, где она дороже, для извлечения прибыли. Арбитраж финансового центра обеспечивает равенство обменных курсов долл./ф. ст. в Лондоне, Нью-Йорке и других финансовых центрах. Это происходит потому, что, если валютный курс в Нью-Йорке 1,61 долл./1 ф. ст., а в Лондоне — 1,59долл./1 ф. ст., то банкам будет выгодно покупать фунты в Лондоне и одновременно продавать их в Нью-Йорке и делать 2 цента на каждом купленном и проданном фунте. Покупка фунтов в Лондоне приведет к удешевлению доллара в Лондоне, а продажа фунтов в Нью-Йорке приведет к увеличению цены доллара в Нью-Йорке. Этот процесс будет продолжаться до тех пор, пока валютные курсы в обоих центрах не совпадут, допустим, на уровне 1,60 долл./1 ф. ст.

Кросс-курс арбитраж используется в том случае, если соотношение обменных курсов трех валют делает выгодной покупку иностранной валюты через Другую иностранную валюту. Например, если британскому дилеру нужны доллары, то при определенных соотношениях валютных курсов он сначала купит евро, а потом за евро купит доллары. Высокий спрос на евро быстро поднимет его курс к фунту, и для британского дилера арбитраж исчезнет. Арбитраж быстро устраняет несогласованные кросс-курсы и прибыльность дальнейшего арбитража. Таким образом, в результате арбитража валютный курс доллара к фунту стерлингов или к евро будет одинаковым в Нью-Йорке, Лондоне и других финансовых центрах.

5.2.3. Структура и участники валютного рынка

Б институциональной точки зрения валютный рынок представляет собой множество крупных коммерческих банков и других финансовых учреждений, связанных друг с другом международными расчетными отношениями. Валютный рынок состоит из множества взаимосвязанных валютных рынков, что позволяет банку в каком-либо валютном центре осуществлять следующие сделки:

- * розничная торговля валютой — сделки на одном национальном рынке, при которых банк-дилер при купле/продаже непосредственно взаимодействует с клиентом;
- » оптовая межбанковская торговля — сделки на одном внутреннем рынке, при которых два банка-дилера взаимодействуют друг с другом с помощью валютного брокера. По существу это межбанковский рынок;
- * международная торговля — сделки между двумя и более национальными рынками, при которых банки-дилеры различных торговых центров взаимодействуют друг с другом. Такие сделки могут включать арбитражные операции на двух или трех рынках.

По субъектам, оперирующим с валютой, валютный рынок подразделяется на рынки: межбанковский (прямой и брокерский), клиентский и биржевой. В развитых странах 65 % валютных операций приходится на межбанковские операции; 35 % валютных операций — на обслуживание клиентов; из них 14 % — на обслуживание традиционных клиентов — торговых и промышленных компаний, 21 % — на обслуживание новых клиентов, которыми являются многочисленные институциональные инвесторы, а также физические лица (розничные клиенты).

Институциональные инвесторы осуществляют валютные операции, связанные с покупкой/продажей ценных бумаг, деноминированных в разных валютах. Они имеют разные инвестиционные потребности. Одни инвестируют в ценные бумаги на 3-6 месяцев, другие — на несколько лет; одни реструктурируют свои портфели ценных бумаг раз в неделю, другие — раз в месяц; одни работают на одном рынке, другие — на многих рынках; одни работают с акциями, другие — с облигациями и т.д.

По срочности валютных операций на межбанковском валютном рынке выделяются три сегмента: рынок спот с немедленной поставкой валюты; форвардный рынок и рынок своповых операций, сочетающий операции по купле/продаже валюты на условиях спот и форвард. До недавнего времени на межбанковском рынке преобладали операции на рынке спот. В последнее время расширяются операции форвардные и своп, что объясняется возросшей ролью валютного рынка в обслуживании операций с иностранными ценными бумагами. На биржевом сегменте валютного рынка операции совершаются через валютные биржи либо с помощью торговли деривативами в валютных отделах товарных и фондовых бирж.

Основой рынка иностранных валют является межбанковский рынок как результат взаимодействия валютных счетов коммерческих банков. Основными участниками валютного рынка являются коммерческие банки, валютные брокеры и другие агенты, уполномоченные осуществлять торговлю в иностранных валютах. Все участники валютного рынка находятся между собой и с рынком в тесном и постоянном контакте посредством телефона, компьютерных терминалов, телекса, факса, Интернета.

Главными международными центрами по торговле иностранными валютами являются Лондон, Нью-Йорк, Токио, Сингапур и Франкфурт. Доллар США преобладает на валютном рынке; до введения евро он не имел серьезных соперников, тем более что цены на нефть и на другие важные сырьевые товары, в том числе

олово, золото, устанавливаются в долларах. Поскольку доллар активно торгуется, то, допустим, итальянскому дилеру выгоднее купить доллары и обменять их на мексиканские песо, чем купить песо напрямую.

Участников сделок на валютном рынке можно разделить на четыре группы, или уровни:

- розничные клиенты, которые продают/покупают иностранную валюту, образуют низший, или первый, уровень. Это международные инвесторы, транснациональные корпорации, другие фирмы и организации, физические лица, которым нужна иностранная валюта для осуществления бизнеса. Как правило, они сами напрямую не проводят операций с валютами, а отдают приказ коммерческим банкам, которые и осуществляют операции по покупке/продаже валюты;
- второй уровень образуют коммерческие банки, которые выполняют поручения своих розничных клиентов, выступая в роли расчетных палат между теми, кто продает или покупает иностранную валюту. Коммерческие банки также осуществляют покупку/продажу иностранных валют за свой счет для выравнивания структуры своих активов и обязательств в различных валютах. Банки осуществляют операции напрямую с другими банками или через валютных брокеров. Помимо коммерческих банков продаж/покупкой валют занимаются и другие финансовые организации, в том числе торговые дома, которые осуществляют валютные операции для своих целей или по поручению покупателей;
- третий уровень образуют валютные брокеры, при посредничестве которых коммерческие банки выравнивают поступления и расходы иностранной валюты между собой. Операции через брокеров более эффективны, ибо брокеры собирают много валют для продажи и покупки от многих банков и могут осуществлять операции по покупке/продаже быстро и по самым низким ценам. За брокерские услуги уплачивается гонорар, которого нет в прямых межбанковских операциях. При каждом финансовом центре имеется несколько брокеров, через которых коммерческие банки осуществляют свои обменные операции;
- четвертый уровень — это центральные банки, которые действуют как покупатели/продавцы в последней инстанции. При плавающем валютном курсе центральные банки часто осуществляют интервенции по своему усмотрению, скупая/продавая национальную валюту для поддержания валютного курса. При фиксированном валютном курсе центральные банки обязаны поддерживать его тем же самым способом, — скупая национальную валюту в случае снижения ее валютного курса ниже установленного уровня и наоборот, продавая национальную валюту в случае повышения ее валютного курса выше установленного уровня.

Участники рынка иностранной валюты делятся на «делателей рынка» (*market makers*) и пользователей рынка. К маркетмейкерам относятся центральные банки, Коммерческие банки, специализированные брокерские и дилерские организации. Пользователями валютного рынка являются правительственные учреждения, небанковские финансовые учреждения, ТНК и другие фирмы, физические

лица, которые могут выступать на рынке в качестве покупателей/продавцов, хеджеров, **спекулянтов**, арбитражеров.

5.2.4. Межбанковский рынок иностранной валюты

Валютный рынок управляется крупнейшими коммерческими банками. Банки являются центральным звеном международного валютного рынка, поскольку почти каждая международная сделка предполагает дебетование и кредитование счетов коммерческих банков в различных финансовых центрах. Банки торгуют валютой, имеющейся у них в форме бессрочных вкладов (депозитов до востребования) в других банках. Именно депозиты до востребования являются источником изъятия и перевода средств, ибо срочные депозиты не могут быть изъяты до наступления срока платежа. Большинство сделок с валютами предполагают обмен банковскими депозитами, деноминированными в разных валютах. Получив чек от клиента, национальный банк поручает банку-корреспонденту в зарубежном финансовом центре выплатить определенную сумму в местной валюте или зачислить на счет.

В данном случае коммерческие банки действуют как расчетные палаты для совершения международных сделок резидентами страны. Такая форма организации торговли валютой называется межбанковским валютным рынком. Чтобы удовлетворить потребности своих клиентов, главным образом корпораций, банки выходят на международный валютный рынок. Банки также могут участвовать в сделках с валютами, чтобы изменить валютную структуру собственных активов и обязательств. Кроме того, обычной для банков практикой на международном валютном рынке является котировка курсов, по которым они хотят купить валюту у других банков или продать им валюту. Банки могут действовать через валютных брокеров, если хотят совершать сделки анонимно.

Большая часть деятельности на международном валютном рынке приходится на торговлю валютами между банками. Валютные курсы — это фактически оптовые межбанковские курсы для сделок не менее 1 млн долл., которые банки запрашивают друг у друга. Розничные курсы, доступные корпоративным клиентам, менее благоприятны, разница между курсами составляет компенсацию в пользу банка. На смену валютным банкам, которые раньше занимались только конверсионными операциями, приходят универсальные банки, работающие одновременно на валютном рынке и на рынке ценных бумаг. Универсальные банки имеют широкую сеть зарубежных филиалов.

Операции на валютном рынке иногда осуществляются за наличные, но в основном они означают обмен бессрочного депозита до востребования, деноминированного в одной валюте, на бессрочный депозит до востребования, деноминированный в другой валюте. Операция может осуществляться на основе немедленной поставки валюты на рынке спот или поставки валюты в будущем на форвардном рынке. Сделка с немедленной поставкой валюты используется также для страхования валютного курса, проведения спекулятивных операций. Купля/продажа валюты на условиях ее поставки банками-контрагентами осуществляется на второй рабочий день со дня заключения сделки по курсу, зафиксированному в момент ее заключения. Эти операции широко применяются для внешнеторговых расчетов и составляют более половины объема межбанковского рынка.

Межбанковский валютный рынок является неформальным и не ограниченным во времени внебиржевым рынком. Он включает крупные коммерческие банки и специализированных валютных брокеров, размещенных в основных международных финансовых центрах, которые связаны между собой телефонами, телефаксами, спутниковыми средствами связи СВИФТ (*SWIFT*). Торговля валютой может осуществляться и более современным способом. У трейдеров имеются контрольная панель на дисплее мониторов, телексы и телефоны, куда постоянно и отовсюду поступает информация. Это обеспечивает жесткую конкуренцию и очень узкие спреды, часто менее 0,1 % от стоимости контракта.

На межбанковском валютном рынке действуют трейдеры и брокеры, роли которых на этом рынке существенно различаются. Трейдеры обычно действуют за пределами торговой площадки крупного банка, они являются «делателями рынка», которые всегда готовы купить/продать иностранные валюты на более или менее постоянной базе. Их операции по продаже/покупке валюты осуществляются на собственные средства или по приказу клиентов. Процедура сделки неформальна и довольно своеобразна. Когда трейдер-покупатель обращается к трейдеру-продавцу, он не называет суммы сделки, не сообщает о том, хочет он купить или продать валюту.

Трейдер-продавец называет две цены: цену, по которой он купит валюту, и цену, по которой он продаст валюту. Эти цены относятся к операции с минимальной стоимостью в 1 млн долл., хотя на межбанковском рынке стандартные объемы сделок составляют около 3 млн долл. Узнав цены, трейдер-покупатель должен в течение не более одной минуты сообщить о том, принимает ли он эти условия. После этого продавец уже связан словом и не может изменить цены. Покупатель сообщает трейдеру-продавцу о том, собирается он купить или продать валюту, и объем сделки. Письменное подтверждение сделки следует после устной договоренности, поэтому очень важна репутация трейдеров.

Банковские трейдеры не всегда могут найти прямого партнера по сделке; в некоторых случаях они действуют через брокеров. Если трейдер обращается к брокеру, он не скрывает своих намерений. Брокеру он может сказать, хочет он купить или продать валюту, назвать объем и приемлемую для него цену сделки. Получив приказ, брокер связывается со многими трейдерами до тех пор, пока не подберет нужный вариант, после чего сделка завершается. До ее завершения брокер держит в секрете имена партнеров по сделке, они даже не знают друг друга. И только после завершения операции брокер сообщает имена партнеров и получает с обоих полагающийся ему гонорар.

Торговая сделка через брокера обходится дороже, чем прямая торговля между банковскими трейдерами, но она имеет преимущества, поскольку брокер подбирает цену по желанию клиента, позволяет сохранять инкогнито партнеров до завершения сделки. Таким образом, брокер выполняет три важные задачи:

- является ценнейшим источником информации для трейдеров на рынке, где 1-2 базовых пункта могут означать разницу в цене контракта в тысячи долларов;
- соединяет продавцов и покупателей, что способствует эффективности рынка;
- позволяет трейдерам сохранять анонимность, нарушение которой может принести участникам сделки существенные потери.

Например, трейдер имеет удобную длинную позицию в фунтах стерлингов, и фунт дорожает. Чувствуя, что рост почти исчерпан, трейдер хочет «соскочить». Но, поскольку он считается специалистом на рынке фунта стерлингов, другие трейдеры очень внимательно следят за его действиями на рынке. Если он прямо выйдет на рынок в качестве продавца, то он может изменить повышательную тенденцию на понижительную и понести большие потери. В такой ситуации ему выгоднее обратиться к брокеру и определить цены продажи/покупки фунта стерлингов, не уточняя, собирается он продавать или покупать. Цену покупателя он дает более привлекательную, чем цену продавца. Поскольку брокер сохраняет его анонимность, он может изменить свою позицию, не показав преждевременно своих намерений рынку.

Спрэды по валютным курсам, которые банки предлагают клиентам, отличаются от спредов межбанковского рынка. Спрэды на межбанковском рынке базируются на ширине и глубине рынка данной валюты, а также на ее волатильности (изменчивости). Валюты, более волатильные или менее торгуемые, обычно имеют высокие спрэды. Спрэды вообще обладают тенденцией к увеличению во времена финансовых и экономических потрясений. Из-за конкуренции спрэды для банковских клиентов отражают спрэды на межбанковском рынке, но включают комиссионные платежи. Размер комиссионных платежей зависит от размера транзакции (сделки): чем больше сделка, тем меньше спрэд.

5.3. Валютные риски и их хеджирование

5.3.1. Форвардные сделки

Использование иностранных валют участниками финансовых рынков сопровождается возникновением рисков, вызываемых неустойчивостью валютных курсов и процентных ставок. В условиях существенных колебаний валютных курсов и процентных ставок возникает необходимость защиты от несбалансированности активов и пассивов в конкретных валютах по объемам и срокам. Самая простая и распространенная техника покрытия, или хеджирования, валютных рисков в контексте использования инструментов финансового рынка — это форвардный контракт, на основании которого валюты торгуются с будущей поставкой по форвардным валютным курсам.

В межбанковской валютной торговле доля чистых форвардных контрактов составляет всего 3 %, сделки спот — 60 %, своп — 20 %, валютные фьючерсы, опционы и другие — 17 %. Форвардный валютный курс — это текущая цена обмена одной валюты на другую с поставкой в определенный день в будущем. Форвардная сделка — это соглашение между двумя сторонами о продаже-покупке валюты по фиксированному курсу с поставкой через определенный период времени (чаще через 1-6 месяцев).

Форвардный контракт заключается в межбанковской торговле иностранной валютой в том случае, если платеж должен быть осуществлен через какой-то промежуток времени. Контракт не стандартизирован, заключается вне биржи, ответственность за его выполнение лежит на партнерах по сделке. Курс форвард имеет ограниченное число валют, он складывается из курса спот на момент заключения сделки и премии (надбавки) или дисконты (скидки). Форвардные

курсы широко используемых валют быстро реагируют на изменения ставок процента. Такие различия в ставках процента между финансовыми центрами имеют тенденцию к обеспечению дисконтов или премий по срочным сделкам. Механизмом, приводящим к такому приспособлению, является процентный арбитраж.

Процентный арбитраж — это международный поток краткосрочного ликвидного капитала в целях получения более высокой прибыли за рубежом. Перевод средств за рубеж с целью получения более высокой процентной ставки включает обмен внутренней валюты на иностранную валюту для инвестирования и последующий обмен средств (плюс заработанные проценты) в иностранной валюте на внутреннюю валюту. Во время погашения обязательств возникает валютный риск, связанный с возможным обесценением иностранной валюты. Если риск покрывается, то речь идет о покрытом процентном арбитраже, если не покрывается, то это непокрытый процентный арбитраж. Процентный арбитраж предполагает перемещение инвесторами ликвидных средств с одного рынка на другой с целью получения прибыли.

5.3.2. Валютные фьючерсы

Фьючерсные операции являются альтернативой форвардным операциям межбанковского рынка. Валютные фьючерсы, подобно форвардным контрактам, фиксируют стоимость торгуемой валюты до момента поставки. В отличие от форвардных контрактов фьючерсные контракты стандартизированы, торги по ним осуществляются на организованных биржах, набор валют ограничен, размер фьючерсного контракта меньше форвардного, комиссионные выше. Преимущество фьючерсных контрактов заключается в их рыночной ликвидности, т. е. возможности продажи или покупки контракта на биржевом рынке. Валютный фьючерсный контракт оговаривает поставку определенной суммы в иностранной валюте через определенный срок, в установленные дату, время и место поставки. До введения евро продавались/покупались фьючерсные контракты по восьми валютам; в связи с введением евро количество валют сократилось до шести.

Торговля фьючерсами на иностранные валюты сначала проводилась на Чикагской товарной бирже; с 1972 г. она осуществляется на Международном денежном рынке (*International Monetary Market — ИММ*) для операций с валютными фьючерсными контрактами. Расширение рынка фьючерсов связано с введением плавающих курсов валют. Пользователи рынка фьючерсов — хеджеры и спекулянты. Валютные фьючерсы позволяют инвесторам страховать себя (хеджировать) от неблагоприятного изменения цен на рынке спот; спекулянты покупают и продают фьючерсные контракты с целью извлечения прибыли.

Корпоративные или институциональные инвесторы могут получить значительную прибыль при хеджировании с помощью финансовых фьючерсов. Торговые операции с валютными фьючерсами могут помочь ТНК компенсировать валютный риск, связанный с инвестированием путем продажи и покупки с расчетом в иностранной валюте или путем экспортно-импортных операций. Управляющие инвестиционными портфелями могут либо компенсировать позиции, подверженные валютным рискам, либо приобретать позиции, связанные с валютными инвестициями, путем покупки или продажи валютных фьючерсов.

На Международном денежном рынке (ГММ) все валютные контракты оцениваются в американских долларах; они погашаются в третью среду месяца истечения срока контракта; торговля контрактами заканчивается за два рабочих дня до среды. Организация процесса торговли валютными фьючерсами на ШМ заключается в следующем:

- клиент размещает заказ в фирме — члене клиринговой системы;
- фирма передает заказ брокеру;
- брокер подтверждает выполнение заказа фирмы, а она подтверждает выполнение заказа клиента;
- брокер представляет документальное подтверждение сделки фирме — члену клиринговой системы;
- член клиринговой системы сообщает об этом в клиринговую палату;
- клиринговая (расчетная) палата подтверждает и гарантирует торговлю; она принимает или осуществляет выплату члену клиринговой системы доходов или убытков по контракту, рассчитываемых на основе цены закрытия в конце дня;
- член клиринговой системы проводит корректировки и осуществляет расчеты по доходам/убыткам с фирмой — членом клиринговой системы, а фирма — с клиентом.

Фьючерсные контракты выполняют ряд функций. Во-первых, они определяют цену валюты; это значит, что участники рынка, проводящие хеджирование и спекуляции, взаимодействуют, чтобы определить будущую цену какой-либо валюты. Во-вторых, обеспечивают ликвидность, т.е. возможность осуществлять куплю/продажу в любое время. В-третьих, обеспечивают защиту клиента, которая осуществляется введением обменных правил. С этой целью используются следующие меры.

1. Требования маржи. Биржа устанавливает требования маржи для каждой фирмы — члена системы клиринга. Устанавливаются маржа исходная (базовая) и поддерживающая маржа, которые базируются на ежедневном возращении или уменьшении стоимости контракта. В свою очередь, фирма устанавливает эти требования для клиента (покупателя/продавца фьючерсного контракта).
2. Защита от банкротства. Закон требует, чтобы фирма, действующая на рынке фьючерсов, сохраняла капитал на установленном уровне, и средства клиентов должны быть отделены от капитала фирмы.
3. Защита от невыполненных обязательств. Клиринговая палата работает не с индивидуальными участниками рынка, а с фирмами — членами палаты. Биржа осуществляет расчеты напрямую с членами клиринговой системы.
4. Система клиринга. Клиринговая палата действует как гарант выполнения фьючерсных и опционных контрактов. Она обеспечивает своевременную поставку продавцом и полную и своевременную оплату покупателем.

Контракт считается принятым, если валюта принята или поставлена в день зачисления денег по контракту. По окончании торговли по контракту позиция может быть закрыта осуществлением покупки или продажи нового контракта.

фьючерсные контракты поддерживаются депонированием соответствующей маржи, размер которой определяется биржей.

5.3.3. Свопы

Валютный своп представляет собой сделку спот по продаже валюты в сочетании со сделкой форвард по выкупу той же валюты. При валютном свопе часто используются заемные средства, чтобы избежать риска изменения валютных курсов. Операция своп состоит из двух частей: сначала покупается иностранная валюта по курсу спот, затем она продается по курсу форвард. Если, например, процентная ставка по краткосрочным активам в фунтах стерлингов выше, чем в долларах, и составляет соответственно, например, 5,32 и 3,19 %, то инвесторы будут стремиться получить на этом доход. Сначала вкладчики покупают за доллары английские фунты по курсу спот, чтобы вложить эти средства в Лондоне в краткосрочные активы в фунтах. Затем они продают фунты по курсу форвард.

Эта форвардная сделка защищает вкладчика от возможного понижения долларовой цены фунта, если бы это понижение произошло при вложении средств в активы. Продолжительная своповая деятельность повышает курс спот фунта (курс покупки) и снижает курс фунта форвард (курс продажи). Это обеспечивает появление дисконта (скидки) при форвардной сделке, который повышается до тех пор, пока инвесторам не станет невыгодным производить арбитражные операции по переводу долларов в стерлинговые инвестиции.

Используя наш пример, можно подсчитать чистую прибыль инвестора, который вложил свои средства в долларах в стерлинговые активы. Чистая прибыль равна разнице в ставках процента между Лондоном и Нью-Йорком (5,32-3,19 %) минус цена свопа (2,00 %) = 0,13 %.

Базовая формула для подсчета премии/дисконта в пересчете за год по курсу форвард будет выглядеть следующим образом.

Премия/дисконт в перерасчете за год равняется:

$$\frac{(F - S)}{S} \times \frac{12}{n} \times 100,$$

где F — курс форвард; S — курс спот; n — число месяцев при форвардной сделке.

Чистая прибыль при своповых операциях невелика. Это связано с тем, что арбитражная деятельность банков и других участников рынка приближает курс форвард к дисконту по валюте с высокой ставкой процента. При существовании высокого дисконта по валюте с высокой ставкой процента «цена свопа» имеет тенденцию компенсировать прибыль от получения высокой ставки процента по этой валюте. Факторы, оказывающие влияние на взаимосвязь курсов спот и форвард — это различия процентных ставок, ожидания изменения курса спот и процентных ставок.

Впервые применил и активно использует валютные свопы МБРР. При использовании валютных свопов банк получает определенные преимущества: во-первых, свопы повышают ликвидность долгосрочного рынка большинства валют; во-вторых, они являются эффективным средством защиты валютных позиций.

Банк обычно занимает валюту с высокой номинальной процентной ставкой (доллары США или английские фунты) на евторынках или на внутренних рынках капитала.

Затем он конвертирует полученные средства в долларах в нужную ему валюту с низкими процентными ставками (швейцарские франки или немецкие марки) путем обмена долларов на валютном рынке спот. Валютные свопы дают возможность МБРР получать займы с высокими ставками процента (доллары, фунты), заключать сделки с выгодными партнерами, а именно — с заемщиками с высокой кредитной способностью, имеющими прямой доступ к рынкам швейцарских франков и немецких марок, и давать ссуды в нужной валюте заемщикам из развивающихся стран.

5.3.4. Валютные опционы

Валютные опционы дают право на покупку/продажу валюты по фиксированной цене до определенной даты (американский) или на определенную дату (европейский). Валютные опционы оформляются через клиринговую палату. Стандартные контракты торгуются на биржах, нестандартные — на внебиржевом рынке. Опцион «КОЛЛ» дает право купить валюту по цене исполнения опциона. Опцион «пут» дает право продать валюту по цене, указанной в контракте. Опцион покупается в целях хеджирования или спекуляции. Покупатель приобретает обязательство продавца продать/купить указанное количество валюты по его требованию. За это он платит продавцу цену исполнения — премию.

С 1984 г. на Чикагской товарной бирже осуществляются опционы по валютным фьючерсным контрактам. Опционы представляют собой стандартизированные контракты, дающие право владельцу купить/продать валютный фьючерсный контракт. Опционы по валютным фьючерсным контрактам позволяют извлекать прибыль из благоприятных изменений обменного курса. Внебиржевой рынок оценивался в начале 2000 г. в 2,3 млрд долл., биржевой в 2001 г. — в 25,4 млрд долл.

5.3.5. Евровалютные займы как способ хеджирования валютных рисков

Заем в иностранной валюте позволяет одновременно решить проблему валютного риска и финансирования. Эта операция технически проста, легко осуществима и доступна средним компаниям. Рассмотрим следующий пример. Допустим, французский экспортер подписал контракт с американским импортером стоимостью 100 000 долл. на поставку вина с оплатой через три месяца. Парижский банк предлагает экспортеру ссуду в долларах по ставке Пибор плюс 0,25 %. Курс предложения доллара спот равен 0,9, ставка Пибор — 4 %, стоимость займа — 4,25 % годовых. Исходя из этого, компания-экспортер может взять кредит в следующем размере:

$$100\,000 / (1 + 0,0425 / 4) = 98\,949 \text{ долл.}$$

Эту сумму она может конвертировать в евро и использовать в своих целях. По истечении трех месяцев французский экспортер получит 100 тыс. долл., которые включают 98 949 долл. плюс проценты 1051 долл. Такая операция привлекательна для профессионалов, когда процент по валютным кредитам невелик.

5.4. Потоки капиталов и главные валютные рынки

5.4.1. Общие тенденции развития главных валютных рынков (1980-2000)

Доллар занимает особое место в мировой экономике, являясь по существу международной валютой. На изменение курса доллара США, как и любой другой валюты, оказывают воздействие динамика экспорта/импорта товаров, услуг, капитала, состояние торгового и платежного баланса, экономический рост, национальная валютная политика. За последние десятилетия существенно возросло влияние на динамику курса доллара притока иностранного капитала, который с 1983 г. превышает отток капитала из США (табл. 5.3).

Таблица 5.3
Изменение курса доллара
по отношению к СДР, дойчмарке, евро, иене в 1980-2000 гг.¹

Годы	1 \$/1 СДР	1 DM/1\$	1 EUR/1 \$	1Y/1\$
1980	-	1,82	-	226,7
1985	0,975	2,94	-	238,6
1990	1,318	1,62	-	144,8
1995	1,466	1,43	-	94,1
1996	1,468	1,50	-	108,8
1997	1,415	1,73	-	121,0
1998	1,343	1,76	-	130,9
1999	1,404	1,84	1,07	113,9
2000	1,327	2,13	0,92	107,9

Валютный курс доллара колеблется под воздействием изменений в экономике других стран, и прежде всего стран Западной Европы и Японии, и, соответственно, колебаний валютных курсов евро и иены. В отдельные периоды большое воздействие на главные валютные рынки оказывали согласованные решения и мероприятия центральных банков стран «большой семерки». Рассмотрение рынка доллара показывает положение на всех основных валютных рынках, ибо если доллар дорожает, то это происходит за счет других основных валют, которые в совокупности дешевеют, хотя, возможно, и неравномерно, более того, некоторые валюты могут и дорожать.

За 1980-2001 гг. наибольший рост курса доллара к основным валютам наблюдался в первой половине 1980-х гг., и к 1985 г. он достиг максимальных значений за рассматриваемый период - 0,975 долл./1 СДР, 2,94 DM/1 долл., 238,6 Y/1 долл. В следующие 10 лет преобладала понижательная тенденция, и в 1995 г. доллар достиг самых низких значений 1,466 долл./1 СДР, его курс к дойчмарке опустился до 1,43/1, к иене — 94,1/1. В 1996-1999 гг. курс доллара плавно поднимался:

¹ Источник: IMF. International Financial Statistics, October 1999. - P 4; IMF. World Economic Outlook. - Wash., October 2000. - P. 181, 222; МЭ и МО, Приложение, 1991. - С. 57.

к дойчмарке с 1,50 до 1,84, к иене - со 108,8 к 113,9. С 2002 г. началось снижение доллара по отношению к евро, и в марте 2004 г. 1 евро стоил 1,23 долл.

5.4.2. Факторы изменения курса доллара в 1980-1995 гг.

В условиях экономического спада в 1980-1982 гг. иностранный капитал привлекался в американскую экономику посредством поддержания завышенной ставки процента коммерческих банков, которая в среднем составила в 1980-1982 гг. 16,4%. Приток иностранных активов в экономику США за эти годы в среднегодовом исчислении равнялись 82 млрд долл., в том числе доля частных инвесторов достигла 90 %. С 1983 г. начался экономический подъем, который продолжался до 1990 г. В 1983-1985 гг. процентные ставки коммерческих банков сохранялись на уровне 10-12 %, иностранные активы возрастали до 118 млрд долл. в год и превысили увеличение зарубежных активов США 2,5 раза.

В результате в 1983 г. США превратились из чистого экспортера в чистого импортера капитала. С 1980 по 1985 г. курс доллара к дойчмарке поднялся с 1,82 до 2,94, к иене - с 226,7 до 238,6. В 1985 г. обязательства превысили активы США, и страна превратилась в чистого международного должника с острой зависимостью от устойчивого притока иностранного капитала. Чистая внешняя задолженность США к 1987 г. утроилась и оценивалась в 400 млрд долл, в том числе 80 % долга приходилось на Западную Европу и 20 % — на Японию (табл. 5.4).

Таблица 5.4
Среднегодовое изменение активов
и обязательств США по международным инвестициям в 1963-2001 гг.¹

Годы	Активы (млрд долл.)	Обязательства (млрд долл.)
1963-1969	-8,9	5,9
1970-1974	-18,8	20,9
1975-1979	-50,6	43,3
1980-1984	-84,3	90,4
1985-1989	-97,6	219,1
1990-1996	-173,6	285,0
1997-2001	-370,9	739,4

За годы экономического подъема произошло кардинальное обновление американской экономики; обозначился ее переход к открытой экономике с усиливающейся зависимостью от внешней сферы. Модернизация базовых отраслей сопровождалась корпоративной реорганизацией, рационализацией производства и управления; был достигнут качественно новый уровень производительности

¹ Источник: IMF. International Capital Markets. Developments, Prospects, and Key Policy Issues. - Wash., November 1997. - P. 101; IMF. International Financial Statistics. - Wash., December 2002. - P. 918.

и эффективности труда. Высокие темпы роста обеспечивали приток иностранного капитала. Высокие процентные ставки, притягивающие капиталы в американскую экономику, и завышенный курс доллара вызвали недовольство партнеров США.

В сентябре 1985 г. министры финансов и управляющие центральными банками пяти великих держав (Великобритания, Германия, США, Франция и Япония) приняли соглашение Плаца. В соглашении признавалось, что курс доллара недостаточно отражает фундаментальные изменения в экономике. Соединенным Штатам рекомендовалось снизить бюджетный дефицит и принять меры по расширению спроса на японские товары для сокращения торгового дефицита. За этим последовали массовые интервенции центральных банков по покупке дойчмарки и иены, что снизило курс доллара.

В феврале 1987 г. состоялось совещание министров финансов «большой семерки», и было заключено Луврское соглашение. Участники совещания признали, что доллар достаточно снижен и обменные курсы основных валют в целом соответствуют состоянию экономики. Была достигнута договоренность о более тесном сотрудничестве в поддержании валютных курсов на текущем уровне. Луврское соглашение было подкреплено негласной договоренностью о поддержании курса доллара в пределах 5 % по отношению к иене и дойчмарке. После совещания Япония осуществила крупномасштабные закупки доллара, несколько повысив его курс к иене в целях расширения японского экспорта в США.

Огромные дефициты торгового баланса и федерального бюджета США в 1987 г. обусловили снижение спроса частных инвесторов на корпоративные ценные бумаги, массовый сброс казначейских бондов и давление на курс доллара. В октябре 1987 г. после четырехлетнего подъема произошло почти 30 %-ное падение курсов акций на Нью-Йоркской бирже. Опасаясь возникновения мирового экономического кризиса и стараясь стабилизировать валютные курсы, центральные банки партнеров США по «большой семерке» осуществили крупнейшие валютные интервенции на рынке краткосрочных векселей американского казначейства в размере 100-120 млрд долл. и снизили процентные ставки.

В 1988-1989 гг. центральные банки семи ведущих стран осуществляли крупные стабилизирующие валютные операции в целях удержания курса доллара в узких пределах колебаний относительно большинства основных валют. К 1990 г. индекс номинального валютного курса доллара снизился до 83 против 150 в 1985 г. (в 1980 - 100). Иностранные активы в США 1988-1990 гг. увеличивались на 206 млрд долл. в год; в 1990-1992 гг. — на 140 млрд долл. ежегодно.

Период с конца 1991 г. до начала 1993 г. считается наиболее серьезным и широкомасштабным кризисом валютных рынков после краха бреттон-вудской валютной системы. Начало было положено объединением двух Германий и введением обмена остмарок на дойчмарки по курсу 1=1 в 1989 г., что увеличило денежную массу в дойчмарке: почти на 30 %. Власти Германии превратились в крупнейших эмитентов долгосрочных бондов, что привело к росту процентных ставок. Вслед за Германией другие западноевропейские страны были вынуждены поднять валютные курсы, поскольку они были привязаны к дойчмарке через механизм валютных курсов.

Этот механизм зародился в 1972 г. Первоначально он представлял собой режим поддержания взаимных колебаний валютных курсов в пределах плюс-минус 1,125%, при этом совместное плавание валют стран ЕС по отношению к доллару допускалось

в пределах плюс-минус 2,25 %. Механизм совместного плавания получил название «змеи в туннеле». Лидером «валютной змеи!» была Германия, многие другие страны входили и выходили из этой системы. Великобритания всегда держалась особняком, но в мае 1990 г. фунт стерлингов в очередной раз присоединился к «валютной змее».

Пик кризиса валютной системы ЕС пришелся на вторую половину 1992 г. — август 1993 г., когда усилились спекулятивные атаки на многие европейские валюты, под давлением которых национальные власти вынуждены были принимать срочные меры для защиты своих валют. Они заимствовали, поднимали процентные ставки, проводили девальвации, некоторые вводили плавающие курсы. К концу периода многие страны вышли из механизма валютных курсов. В июле 1993 г. кризис достиг апогея в связи с тем, что Германия не оправдала ожиданий рынка и не снизила курс своей валюты. Началась массовая атака многих европейских валют против дейчмарки. Все это завершилось 1 августа 1993 г., когда управляющие центральными банками приняли решение расширить пределы колебаний валют стран ЕС с плюс-минус 2,25 до плюс-минус 15 %.

В апреле 1995 г. курс доллара достиг самых низких значений с 1980 г., его индекс опустился до 80 (в 1980 — 100). С января до середины апреля курс доллара снизился по отношению к иене со 100 до 80 иен/1 долл., и с 1,56 до 1,35 дейчмарк./1 долл. В августе-сентябре 1995 г. доллар поднялся, частично благодаря интервенциям центральных банков Германии, Японии и США. Приток иностранного капитала в США в 1990-1991 гг. резко снизился, а с 1992 г. он начал нарастать и в 1995 г. составил 451,2 млрд долл., увеличившись за этот период в 2,7 раза.

5.4.3. Причины роста курса доллара в 1996-1998 гг.

К середине 1990-х гг. глобализация финансов достигла высокого уровня и международные потоки капиталов увеличивались нарастающими темпами. Американская экономика оказалась наиболее подготовленной к новым условиям, и США стали главным получателем международных ресурсов. С 1996 г. начался продолжительный рост курса доллара к основным валютам под воздействием стабильных темпов роста экономики США и растущего притока иностранного капитала, структура и мотивация которого претерпевали изменения.

В 1996 г. международные обязательства США составили 5,0 трлн долл., в 1998 г. — 7,5 трлн долл. С 1995 г. по 1998 г. индекс номинального курса доллара поднялся на 19 % (в 1995 — 100). Увеличение курса доллара к основным валютам определялось рядом факторов. Во-первых, различиями в фазах цикла этих стран: США находились на подъеме после некоторого спада в 1990-1991 гг., в то время как экономики Японии и многих западно-европейских стран испытывали серьезные трудности. Во-вторых, с 1995 г. наблюдался масштабный приток капитала в США, особенно на рынки ценных бумаг с фиксированным доходом.

США стали финансовым посредником, обеспечивающим перераспределение глобальных ресурсов. Механизм перераспределения действует следующим образом: азиатские, европейские и другие страны продают свои товары и услуги на американском рынке, значительно меньше покупая взамен. В результате образуется актив иностранных государств в торговле с США в размере 300-400 млрд долл., значительная часть которого поступает на американский рынок посредством покупки нерезиден-

там ценных бумаг, осуществления прямых инвестиций и т. п. Нетто-приток иностранного капитала в США за 1995-2001 гг. составил 1480,0 млрд долл., совокупный дефицит текущего платежного баланса — 1472,2 млрд долл.

США привлекают иностранный капитал в относительно безопасные, ликвидные и низкодоходные инструменты (правительственные и корпоративные ценные бумаги) и реинвестируют их через международные рынки в менее ликвидные, но высокодоходные инструменты. Американские институциональные инвесторы и глобальные финансовые институты обладают наиболее высокими профессиональными знаниями, опытом, что позволяет им размещать ресурсы по всему миру на наиболее доходных рынках. Высокий приток капитала в США обусловлен тем, что Европа и Япония являются чистыми поставщиками международной ликвидности, где рост денег обгоняет рост производства и внутренний спрос на фонды остается ниже предложения.

Прирост иностранных активов в американской экономике достиг масштабных величин во второй половине 1990-х гг. Особенно активно нерезиденты действовали на американском рынке ценных бумаг, где в 1995 г. они вложили 232 млрд долл. (в 1993 г. — около 90 млрд долл.), в том числе доля государственных ценных бумаг составила 70 %, корпоративных облигаций — 25 %, акций — 5 %. Высокий спрос на долларовые активы является не только абсолютным, но и относительным.

Дефицит текущего платежного баланса США в 1995-1996 гг. составил 1,8-2,0 % ВВП, приток капитала — 6,2 и 7,2 % ВВП. Доля США в мировом чистом экспорте капитала, которая измеряется отношением дефицита США по текущим расчетам к совокупному активу стран мира, в 1994-1997 гг. составила около 40 %. В 1997 г. валовой приток иностранного капитала в США достиг своего максимума и в количественном выражении равнялся 751,5 млрд долл.; при этом доля долговых ценных бумаг составила 42 %, акций — 9 %, ГПИ — 14,5 %.

В 1998 г. произошли некоторые изменения на рынке капитала США. В связи с азиатским валютно-финансовым кризисом приток капитала сократился, но доля США в мировом чистом экспорте капитала поднялась до 48 %. В связи с образовавшимся профицитом федерального бюджета в 1998-2001 гг. спрос казначейства на привлечение ресурсов снизился; более того, за эти годы казначейство выкупило 558 млрд долл. своих долговых обязательств. Ключевым фактором массового притока капитала в США и укрепления доллара являются различия в процентных ставках между США, Германией и Японией. Процентные ставки оставались низкими и даже снижались повсюду в Европе и Японии, в США они держались в 1995-1998 гг. на уровне 5,4-5,9 %, а в августе 2000 г. поднялись до 6,5 %.

5.4.4. Доллар и евро: борьба за лидерство

В конце 1990-х — начале 2001 г. США оставались наиболее привлекательной сферой приложения иностранного капитала, куда направлялась большая часть мировых потоков. В 1999 г. 60 % всего экспортируемого капитала из стран с положительным текущим платежным балансом направились в США, в 2000 г. — 64 %. В 1999 г. завершилось создание зоны евро, и единая валюта начала действовать в безналичных расчетах с курсом 1/1,184 долл. Это не оказало существенного влияния на приток иностранного капитала в США, и курс доллара продолжал расти теперь уже к евро.

В структуре притока капитала в США произошли существенные изменения. С 1999 г. нерезиденты начали сбрасывать правительственные бонды США в связи со снижением их доходности. За 1999–2000 гг. они их продали на сумму 64 млрд долл. Объем государственного долга США снизился с 48 до 39 % ВВП за 1995–1999 гг., в то время как долг нефинансовых корпораций увеличился с 17 до 22 % ВВП. В 2000 г. иностранные покупки корпоративных бондов возросли по сравнению с 1998 г. в 1,5 раза, акций — в 3,5 раза, бондов правительственных агентств — в 2,7 раз.

Несмотря на сброс казначейских бондов, иностранные покупки американских ценных бумаг в 1999–2000 гг. в среднегодовом исчислении превысили показатели предшествующих лет и составили 403 млрд долл. В 2001 г. США продолжали поглощать львиную долю глобальных потоков капиталов. Иностранная собственность в США составила 9,2 трлн долл., в том числе ПИИ — 2,5, акции — 1,5, долговые ценные бумаги — 2,6, банки — 1,4 трлн долл. По оценкам, на рынок США приходится около 40 % глобального рынка акций и около половины глобальных рынков ценных бумаг с фиксированным доходом.

С июня 1999 г. по июнь 2000 г. главной характерной чертой мирового валютного рынка было ослабление евро против доллара и усиление иены. В течение рассматриваемого периода, несмотря на рекордный дефицит текущего платежного баланса США, курс доллара держался на высоком уровне. Усиление иены определялось активом по текущим расчетам, притоком капитала, репатриацией капиталов японских инвесторов, а также хеджированием доллара японскими институциональными инвесторами.

В течение 2000–2001 гг. доллар продолжал усиливаться, евро ослабевал и иена снижалась. Индекс доллара к СДР за 1998–2000 гг. поднялся на 7,5 %, к 2001 г. еще на 3,5 % благодаря высокому чистому международному спросу на американские активы. Это произошло, несмотря на большее снижение темпа экономического роста ВВП США (+0,3 %), чем в других ведущих странах. Доллар поддерживался притоком капитала, который стимулировался уверенностью в том, что экономический рост продолжится и доходность корпораций будет увеличиваться. Среднегодовой курс доллара к евро составил в 2000 г. 0,93 доллара за 1 евро, в 2001 г. — 0,90. С 2002 г. доллар начал снижаться, несмотря на рост ВВП на 2,4 %. В 2003 г. прирост ВВП оставил 3,1 %, а курс доллара к евро упал до 1,13; в 2004 г. — 1,25 долл./1 евро, несмотря на то что приток иностранного капитала в США в январе 2004 г. достиг исторического рекорда — 92 млрд долл.

Движение валютных курсов отражает и отток капитала с национальных рынков, который снижает курс национальной валюты и соответственно относительно повышает курс противостоящих валют. В 1998–2000 гг. происходил чистый отток капиталов из Европы, который способствовал ослаблению евро, в 2001 г. он продолжился. Европейские и другие инвесторы продолжали надеяться на быстрое восстановление американской экономики и расширение финансового рынка.

Иностранные инвесторы купили значительное количество европейских акций, в том числе американские инвесторы приобрели 303 млрд долл. в иностранных акциях посредством своповых операций. Нерезиденты увеличили покупки долговых ценных бумаг стран еврозоны, поскольку разница в доходности между ними и американскими бумагами сократилась. Наблюдался отток капитала и из Япо-

нии, который составил в 1995–2000 гг. в среднегодовом исчислении 73 млрд долл., в том числе ПИИ — 20 млрд долл.

На международный валютный рынок воздействуют высокая динамика и масштабы миграции капитала. Меняются курсообразующие факторы и структура рынка. Курсовые соотношения все более определяются движением финансовых потоков, изменения курсов национальных валют зависят от сравнительной доходности финансовых инструментов. Наблюдается совпадение расчетного и текущего валютного курса, что может быть объяснено тесной связью финансового рынка с реальным сектором. Это значит, что рыночный курс, формирующийся под влиянием финансовых потоков, отражает также сравнительную конкурентоспособность национальной экономики.

Повышение производительности труда в США за счет притока капитала в высокотехнологичные производства и высокие темпы роста экономики стимулируют подъем курса акций и доллара и укрепляют конкурентоспособность. В 1999 г. стала заметна корреляция между динамикой курса доллара (и евро) и индексом курса акций на американском фондовом (европейском) рынке. Все более четко прослеживается возрастающая роль курса акций в формировании курса доллара. Объясняется это преобладанием рынка акций над рынком государственных ценных бумаг и изменением предпочтений нерезидентов.

Выводы

1. Валютный курс показывает соотношение сил между странами-партнерами. На изменение валютного курса влияют спрос/предложение национальной валюты на валютном рынке, которые регулируются притоком/оттоком иностранной валюты.
2. Для выявления факторов, воздействующих на движение валютных курсов, и исследования влияния их изменений на экономику используются индексные показатели движения номинального, реального, эффективного валютного курса.
3. Необходимость в валютном рынке вытекает из того, что международная торговля товарами, услугами, финансовыми активами почти всегда связана с обменом одних национальных валют на другие национальные валюты. Современный рынок иностранной валюты по существу является глобальным рынком, на котором круглосуточно осуществляются операции на общую сумму около 2 трлн долл.
4. Валютный рынок позволяет осуществлять передачу покупательной способности валюты, арбитраж, клиринг, хеджирование и спекулятивные операции. В качестве участников валютного рынка выступают «делатели рынка» и его пользователи. Валютный рынок подразделяется на клиентский, брокерский и межбанковский. Основная часть операций осуществляется на межбанковском рынке, где действуют трейдеры и брокеры.
5. Валютные курсы подвержены колебаниям, и в отдельные периоды эти колебания бывают очень сильными. В связи с этим возникают валютные риски и проблема хеджирования. В целях хеджирования используются операции на

рынке валютных деривативов: форвардов, фьючерсов, свопов, опционов, а также валютные займы, страхование.

6. Положение на ведущих валютных рынках и уровень обменного курса доллара и других главных валют определяют не столько спрос на национальные товары и услуги на внешних рынках, сколько приток/отток капитала, процентная ставка, национальная политика и согласованные мероприятия стран-лидеров.
7. В 1980-е гг. курс доллара поддерживался высокой процентной ставкой, а позднее — и высоким экономическим ростом. Снижение доллара и повышение курса дейчмарки и иены были достигнуты совместными усилиями стран «большой семерки*», которые поддержали США и в 1987 г. в период обвала цен на акции.
8. С середины 1990 г. на валютный курс доллара существенное воздействие оказал иностранный спрос на американские активы, объемы закупок американских ценных бумаг нерезидентами, а также приток других инвестиций.
9. После 1998 г. в связи с образованием профицита федерального бюджета предложение долгосрочных казначейских ценных бумаг сократилось, и их доходность снизилась. Нерезиденты переключились на корпоративные рынки ценных бумаг и бонды правительственных корпораций и федеральных агентств. В 1999 — начале 2001 г. на американском рынке акций наблюдался бум на фоне высокого роста котировок акций, особенно высокотехнологичных компаний. Курс акций начал оказывать заметное воздействие на валютный курс доллара в сторону его завышения.
10. В течение 2000-2001 гг. доллар продолжал усиливаться, евро ослабевал и иена снижалась. С 2002 г. доллар начал снижаться по отношению к евро, и в 2003 г. курс доллара к евро составил 1,13 долл./1 евро, хотя темпы экономического роста американской экономики по сравнению с еврозоной были значительно выше — 3,1 и 0,5 % ВВП соответственно.

Термины и понятия

Паритет покупательной способности; правило одной цены; номинальный валютный курс; реальный валютный курс; эффективный реальный валютный курс; валютный курс спот; форвардный курс валюты; валютный рынок; клиринг; хеджирование; спекуляция; арбитраж; межбанковский валютный рынок; институциональные инвесторы; делатели рынка (маркетмейкеры); пользователи рынка; трейдеры; брокеры.

Вопросы и задания для самопроверки

1. В каких качествах могут выступать национальные валюты?
2. Назовите режимы валютных курсов и объясните их отличия.
3. Что такое паритет покупательной способности, как он определяется, от чего зависит соотношение ППС и валютного курса?
4. Какие факторы воздействуют на спрос/предложение национальной валюты на валютном рынке и как это воздействует на ее валютный курс?

5. Как воздействует на курс национальной валюты расширение/сокращение экспорта/импорта товаров и услуг?
6. Как воздействует на валютный курс приток/отток капитала?
7. Какое действие оказывает изменение экспортной цены на обменный курс валюты страны-экспортера/импортера?
8. Что такое номинальный валютный курс?
9. Как определяется реальный валютный курс?
- Ю. Рассчитайте индекс реального валютного курса, имея следующие данные: обменный курс рубля в базовом году (в 2000 - 100 %) - 27 руб./1 долл., в 2003 г. - 32 руб./1 долл., среднегодовой темп инфляции в России 15 %, в США - 2 %.
- П. Как рассчитывается эффективный валютный курс?
12. Какие факторы повлияли на курс доллара в 1980-е гг., в 1990-е гг.?
13. В чем проявляется роль США как международного финансового посредника?
14. Чем определяется отношение доллара к евро в настоящее время?
15. Назовите основные функции валютного рынка.
16. Какие возможны способы перевода денег из одной страны в другую?
17. Как действует клиринговый механизм валютного рынка?
18. Какие способы хеджирования валютных рисков являются наиболее эффективными?
19. В чем заключается кредитная функция валютного рынка?
20. Какие депозиты используются на межбанковском валютном рынке?
21. Пример; импортер страны еврозоны закупил товар в Великобритании на сумму 100 тыс. ф. ст., платеж через 3 месяца. Спрашивается, в каком случае возникает валютный риск и как его можно покрыть?

Литература

1. Баранов Э. А., Хмыз О. В. Рынки: валютные и ценных бумаг. — М.: Экзамен, 2001.
2. Валютный рынок и валютное регулирование: Учебное пособие/ Под ред. И. Н. Платоновой. - М.: БЕК, 1996.
3. Доронин И. Новые явления и тенденции в экономике и на финансовом рынке западных стран // Деньги и кредит, 2003. — № 9.
4. Королев И. С. К вопросу либерализации валютного рынка // Деньги и кредит, 2001. - № 3.
5. Хэррис Дж. М. Международные финансы/Пер. с англ. — М., 1996.
6. Энг М. В., Лис Ф. А., Маг/ер Л, Дж, Мировые финансы. — М.: ДеКА, 1998.
7. IMF. International Capital Markets. Developments, Prospects, and Key Policy Issues. — Wash.

Евровалютный рынок оперирует оффшорными валютами, депонированными за пределами страны эмиссии валюты. В качестве евровалют используются свободно обратимые валюты ведущих стран мира, в том числе доллар США, евро, английский фунт стерлингов, японская иена, швейцарский франк. Евровалютные рынки — это банковские рынки, где международные банки, не подчиняясь юрисдикции страны происхождения валюты и ее размещения, принимают евродепозиты, выдают краткосрочные еврокредиты первичным заемщикам, осуществляют межбанковские операции. Евровалюты не существуют в виде наличных денег, они выступают в форме срочных евродепозитов и евродепозиты* сертификатов.

Изучаются основные особенности евровалют и евровалютных рынков; инструменты рынка, процентные ставки и спреды; анализируется мотивация участников рынка. Рассматриваются основные факторы, повлиявшие на возникновение и становление евровалютного рынка и его дальнейшее развитие; конкурентные преимущества евробанковского бизнеса и основные его центры; функции евробанков и особенности евровалютного межбанковского рынка.

6.1. Евровалюты и евровалютные рынки

6.1.1. Евровалюты: понятие и сущность

Рынок евровалюты функционирует на базе свободно обратимых национальных валют, которые, будучи депонированными за пределами страны происхождения в международном банке, становятся евровалютами. Приставка «евро» указывает на то, что валютный депозит, деноминированный в долларах, иенах или иной валюте, размещен вне страны эмиссии валюты и не подлежит ее юрисдикции. Так, например, доллары на депозите в Париже являются евродолларами; евро в банке Лондона или Нью-Йорка — это евровалюта, деноминированная в национальной валюте еврозоны — евро.

Первой евровалютой стал доллар, депонированный в банках стран Западной Европы, и его называли «евродоллар», т.е. доллар в европейском банке. В дальнейшем валюты ведущих западноевропейских стран, а затем и иена стали размещаться в международных евробанках на территории зарубежных стран и использоваться в качестве евровалют. Эти валюты сохраняют приставку «евро», даже если они размещаются в неевропейских странах, как признак того, что они не регулируются законодательством страны эмиссии, являются оффшорными, вненациональными, их называют «деньгами без гражданства».

Таким образом, евровалюты представляют собой банковские депозиты в той или иной свободно обратимой валюте, размещенные вне страны эмиссии валюты и выведенные из-под национального регулирования. Евровалюты свободно перемещаются по миру и имеют налоговые и иные преимущества по сравнению с национальными валютами, из которых они образовались. Определяющим в принадлежности к евровалютам является не национальность банка, в котором депонирована валюта, а его расположение на территории страны с другой местной валютой.

В качестве евровалют используется всего несколько валют ведущих стран: доллар США, евро, английский фунт стерлингов, швейцарский франк, японская иена. Развитие рынка евровалют, их всеобщее распространение в международных расчетах и платежах характеризуют их как международные валюты. Евровалютные процентные ставки близки к ставкам по этой валюте на внутреннем рынке, но депозитные ставки выше, а кредитные — ниже, при этом разница (спред) между ставкой депонирования и ставкой займа по евровалюте ниже, чем на внутреннем рынке, из-за ее более низкой стоимости.

6.1.2. Евровалютные рынки и их особенности

На основе евровалют функционируют кредитные рынки, рынки ценных бумаг и производных финансовых инструментов (деривативов). Евровалютный рынок, как и рынок иностранной валюты, принадлежит к международному денежному рынку и является его сегментом. Операции с евровалютами, еврозаймами и ценными бумагами, деноминированными в евровалютах, осуществляются через евробанки. Евровалютные рынки — это оффшорные рынки, международные по валюте, по размещению, по механизмам осуществления сделок. Евровалютный рынок охватывает все ведущие международные финансовые центры.

Кредитные операции в евровалютах при переходе границы не требуют конверсии во внутренние валюты, поскольку находятся вне сферы действия национального валютного законодательства. Посредниками в таких операциях выступают чаще всего иностранные по отношению к стране пребывания международные банки, что обеспечивает более либеральный режим регулирования их операций со стороны местных органов. Отличительная черта институциональной структуры еврорынков — это концентрация транснациональных банков (ТНБ) и международных банковских группировок (консорциумов) на еврорынках. Евровалютный рынок — это банковский рынок краткосрочного капитала, где осуществляются краткосрочное депонирование, кредитование и заимствование в евровалютах.

Этот рынок обеспечивает все операции на рынке евровалют. В отличие от рынка иностранной валюты, который обеспечивает базисные средства для осуществления различных финансовых операций, в том числе платежных, арбитражных, хеджировых, спекулятивных, рынок евровалюты — это рынок займов и депозитов. Евровалютный рынок представляет собой международную систему оффшорных банков. Оффшорный, или евробанк, — это банк-нерезидент, расположенный в международном финансовом центре или в оффшорном банковском центре. Оффшорным евробанком может быть также любой банк, если он выведен из-под национального регулирования и может принимать депозиты и выдавать кредиты в евровалютах нерезидентам.

Через систему евробанков передаются финансовые средства; формируется ликвидность; устанавливаются связи с внутренними банковскими системами; оказывается влияние на платежный баланс, валютные курсы, величину и направление торговли и потоков капитала. Транзакции между евробанками и другими финансовыми институтами составляют сущность евровалютного рынка. Межбанковский евровалютный рынок организован как международный внебиржевой рынок, участники которого объединены электронными средствами связи. Возникновение и развитие евровалютного рынка связаны с интернационализацией банковского бизнеса, с переходом от традиционной банковской системы к современной системе.

Традиционная банковская система основана на том, что банки принимают и держат депозиты, а также предоставляют займы в валюте страны нахождения банка и подчиняются местному регулированию. Транзакции во внутренних валютах сложны, неэффективны и дороги; они порождают потоки наличности в разных валютах. Менеджерам, оперирующим с внутренними валютами, приходится иметь дело с разными банками в разных странах для каждой отдельной валюты. Такой менеджер может работать и с одним банком, но это тоже очень дорого и неэффективно, ибо ему придется осуществлять систематический обмен всех иностранных валют на внутреннюю валюту, а также обратный перевод внутренней валюты в иностранные валюты для осуществления платежей в разных валютах.

Современная евровалютная система позволяет банкам принимать и держать депозиты, предоставлять ссуды в любой валюте, независимо от ее происхождения. Транзакции в евровалютах более соответствуют современной глобальной экономике, чем коммерческие операции во внутренних валютах, осуществляемые через границы. Евровалютный рынок снимает все лишние дорогостоящие операции и позволяет иметь дело с одним хорошо известным банком, который решает все валютные проблемы. Таким образом, возникновение и развитие рынка евровалют вызвано стоимостными факторами и удобствами для всех участников сделки. Вкладчики хотят получить максимальный доход, а заемщики — заплатить самую низкую цену.

Природа евровалютного рынка и отсутствие ограничений позволяют реализовать все требования участников этого рынка. Ссуды и заимствования на евровалютном рынке краткосрочны, они не превышают 1 года. Это рынок оптовый, минимальная сумма сделки составляет 1 млн долл. Доступ на рынок открыт только для первоклассных пользователей, поэтому необходимость в депозитном страховании отпадает. Масштабность сделок позволяет получать большие доходы при низких ценах; процентные ставки определяются соотношением спроса и предложения. Евровалютные рынки посредством транзакций оказывают воздействие на объем и направление международной торговли и потоки капиталов, что отражается в платежных балансах.

Например, японская компания *Honda* для закупки товаров в США может использовать свой евродолларовый депозит, что будет отражено в торговых балансах обеих стран. Если еврокредит расходуется на покупку ценных бумаг в США, то это будет отражено в счетах капитала в обеих странах. Если *Honda* использует еврокредит в третьей стране на покупку товаров, услуг или пенных бумаг, то это повлияет на платежный баланс и третьей страны. Евровалютный рынок взаимо-

связан с внутренними валютными рынками, но он реагирует быстрее и в большей степени на изменения на внутреннем рынке соответствующей валюты, чем последний реагирует на еврорынок.

Евровалютная система не оказывает серьезного воздействия на инфляцию. Она может предоставлять кредиты путем умножения (мультиплицирования) своих резервов, но не может создавать деньги, так как обязательства евробанков, в отличие от обязательств внутренних банков, не считаются средством платежа. Между евровалютным рынком и международными валютными рынками существует взаимосвязь. Потеря стабильности на одном рынке оказывает дестабилизирующее воздействие на другой рынок, при этом более сильное воздействие оказывает еврорынок. С появлением еврорынков начал складываться международный кредитный механизм с собственной системой процентных ставок, концентрирующий спрос и предложение ссудных капиталов в мировом масштабе.

6.1.3. Мотивация участников евровалютных рынков

Участниками евровалютного рынка, которые могут выступать в качестве заемщиков, кредиторов и посредников, являются международные и региональные организации, центральные и коммерческие банки, брокерские фирмы, страховые компании и другие институциональные инвесторы, а также торговые и промышленные корпорации, правительства, правительственные ведомства, состоятельные физические лица. Многие участники из развитых стран являются одновременно кредиторами и заемщиками, в то время как страны развивающиеся и с переходной экономикой выступают на этих рынках преимущественно в качестве заемщиков.

Перемещение капиталов между экономическими агентами разных стран мотивируется различными факторами:

- мотив финансирования торговли. Большая часть торговли финансируется заемными средствами с финансовых рынков;
- * мотив заимствования/предоставления ссуды. Многие потоки капиталов осуществляются под воздействием простого желания одних получить возможно больший доход на свои деньги и другие финансовые средства, других (заемщиков) — найти самую низкую процентную ставку;
- спекулятивный мотив. Многие предоставления/получения финансовых ресурсов происходят из-за спекулятивных соображений, основанных на стремлении получить доход от благоприятного изменения будущей процентной ставки или обменного курса валюты;
- мотив хеджирования. Многие предоставления средств или заимствования происходят с целью хеджирования позиции, т. е. чтобы снизить или избежать потерь от будущих процентных ставок и валютных курсов;
- мотив вывоза капитала. Многие потоки капитала мотивируются желанием инвесторов защитить свои финансовые средства от повышения налогов в своей стране, или избежать возможных ограничений в обмене валюты (конвертируемости), или обезопасить свои средства от политического риска;
- операции евробанков с целью балансирования пассивов и активов по валюте и по срокам.

6.1.4. Депозитные инструменты евровалютного рынка

Евровалютный рынок оптовый, и бессрочные депозиты до востребования на нем не используются. На этом рынке используются два вида евровалютных депозитных инструментов: непередаваемый срочный депозит и передаваемые депозитные сертификаты. Срочные депозиты составляют до 90 % рынка, депозитные сертификаты — около 10 %. Евровалютные обязательства обычно представляют собой срочные депозиты от 1 дня до 1 года, при этом депонентом может быть небанковский клиент или другой банк. Срочный евродепозит — это непередаваемый банковский депозит с фиксированным сроком и с фиксированной ставкой процента на весь период депонирования.

Процентные ставки по срочным депозитам зависят от срока и вида валюты. Срок таких депозитов может колебаться даже до нескольких лет, но большинство из них имеют срочность от 7 дней до 6 месяцев. По истечении срока сумма вложенных средств и процентные начисления могут быть получены немедленно или в течение суток. Несмотря на то что срок депозита фиксируется изначально, многие банки при определенных обстоятельствах, что случается довольно редко, предоставляют возможность досрочного изъятия вклада после уплаты штрафных санкций по ставке процента. Депозиты до востребования могут быть отозваны депонентом с уведомлением за один день. Инвесторы предпочитают делать вклады на короткие сроки, и если им нужны наличные, они не снимают деньги с депозита, а используют его как закладную.

Растущая часть евробанковских обязательств выступает в форме евродепозитных сертификатов. Депозитные сертификаты евровалютного рынка являются передаваемыми инструментами на предъявителя, которые торгуются на вторичном рынке. Это делает их ликвидными, приближенными к наличности более, чем срочные депозиты, которые предусматривают определенные санкции за преждевременное изъятие. Обладая высокой ликвидностью, евродепозитные сертификаты имеют более низкую процентную ставку, чем срочные евродепозиты; разница обычно составляет от 6 до 15 базисных пунктов¹. Несмотря на низкие доходы, депозитные сертификаты пользуются большим спросом со стороны казначейств из-за своей гибкости.

Большинство евровалютных депозитных сертификатов деноминированы в долларах или фунтах стерлингов и выпускаются евробанками Лондона или Нью-Йорка. По ним могут выплачивать процентные ставки больше на 50 и более базисных пунктов, чем по соответствующим внутренним депозитным сертификатам; но нормой является превышение на 20–25 базисных пунктов. Процентные ставки на депозитные сертификаты тем ниже, чем меньше их срок и сумма. Вторичный рынок евровалютных депозитных сертификатов ликвидный и активный, поскольку они выпускаются на предъявителя без документов. Некоторые лондонские банки всегда готовы их продать/купить.

Банки часто покупают и продают свои депозитные сертификаты на вторичном рынке для обеспечения ликвидности инвестора, делая их более привлекательными для краткосрочных вкладчиков. Выпуская новый депозитный сертификат, евробанк указывает объем депозита, дату истечения его срока, процентную ставку,

¹ Базисный пункт равен 0,01 %.

условия ее исчисления. Например, если какая-то компания помещает в филиал американского банка в Лондоне 5 млн долл. для покупки трехмесячного (91 день) депозитного сертификата с 10 %-ной ставкой, то процентные начисления будут равны:

$$10/100 \times 91/360 \times 5\,000\,000 \text{ долл.} = 126388,80 \text{ долл.}$$

Процентная ставка по депозитным сертификатам называется «ставкой на первичном рынке», она определяется рыночными факторами и согласовывается эмитентом и депонентом. Процентные ставки вторичного рынка публикуются в газетах. В Лондоне большинство евродепозитных сертификатов выпускается в долларах, но есть и в фунтах, иенах и других валютах. Лондонские депозитные стандартные сертификаты сроком более 7 дней не облагаются налогами и гербовым сбором. Платеж осуществляется в день предъявления депозита к оплате. Расчет по евродолларовым сертификатам осуществляется переводом средств в Нью-Йорк обычно через ЧИПС; небольшая часть лондонских сертификатов обслуживается через евроклиринг или СЕДЕЛ.

Существуют следующие виды депозитных сертификатов: «тэп» (*tap*), «транш» (*tranch*) и «ролл-овер»* (*rollover*). Депозитные сертификаты «тэп» имеют фиксированные сроки, суммы 1 млн долл. и выше используются крупными депонентами. «Транш»* означает деление депозитного сертификата на части, которые используются инвесторами, оперирующими небольшими суммами. Они покупают депозитные сертификаты «транш» через брокеров или через инвестиционных дилеров. Депозитные сертификаты «ролл-овер» — это контрактные депозиты, их условия согласовываются. Инвестор покупает евродепозитный сертификат «ролл-овер» на длительный срок с плавающей процентной ставкой, которая определяется рыночными условиями на момент срока платежа; контакт продлевается.

Евроноты с плавающими процентными ставками являются по существу среднесрочными депозитными сертификатами с процентной ставкой, зафиксированной на уровне Либор + 15–30 б. п. Каждые 3–6 месяцев процентная ставка корректируется в соответствии со ставкой Либор. Некоторые ноты гарантируют минимальную процентную ставку. Вторичный рынок этих нот ликвидный, они приносят относительно высокий доход, что делает их привлекательным инструментом рынка.

6.1.5. Процентные ставки спреда

Процентные ставки евровалютного рынка тесно связаны с процентными ставками на внутреннем рынке валюты, но цены и спреда евровалютного рынка ниже. Более низкие спреда на евровалютном рынке складываются в результате того, что, например, евродолларовый валютный рынок предлагает менее высокие цены кредиторам и менее низкие цены заемщикам, чем цены покупки/продажи на внутреннем долларовом рынке. Процентные ставки на евровалютном и внутреннем валютном рынке движутся почти параллельно. Благодаря арбитражу они различаются только из-за дополнительных расходов, из-за контроля или рисков, связанных с перемещением валютных средств с одного рынка на другой. Сама стоимость перевода средств с одного рынка на другой ничтожна.

Различия между ставками еврорыночного и внутреннего рынка возникают из-за различий в уровне риска и из-за государственного регулирования внутреннего валютного рынка.

Например, в течение многих лет процентные ставки на еврофранки были значительно выше внутренних ставок на франк из-за ограничений правительства Франции на зарубежное кредитование в сочетании с внутренним кредитным контролем, что препятствовало свободному оттоку капитала. В отдельные периоды процентные ставки на евромарки и швейцарские еврофранки были значительно ниже, чем ставки на внутренних рынках соответствующих валют из-за политики снижения притока иностранных капиталов. Одной из таких мер было определение минимальной ставки резервных требований на некоторые виды депозитов нерезидентов, которые поднимали стоимость заемных иностранных средств для внутренних банков. Это вынудило банки снизить ставки, которые они готовы были платить за иностранные средства, чтобы уравнивать их общую стоимость со стоимостью внутренних фондов.

Таким образом, именно правительственный контроль делает ставки на еврорыночные средства и внутренние средства различными. Меры контроля, направленные на ограничение оттока капитала, делают еврорыночные ставки выше внутренних ставок; меры, направленные на ограничение притока капитала, делают еврорыночные ставки ниже внутренних ставок. Еврорыночные процентные ставки межбанковского рынка публикуются в газетах. Например, газета *International Herald Tribune* от 5 августа 1991 г. дала следующие данные по банковским ставкам «bid-ask» (цена покупки/продажи) на месячные межбанковские депозиты минимальной стоимостью 1 млн долл. в процентах: доллар — $5^{13}/_{16}$ - $5^{15}/_{16}$; фунт стерлингов — $10^{13}/_{16}$ - И; иена — $7^{13}/_{16}$ - Д.

Уровень процентных ставок зависит от вида валюты — наиболее высокие ставки были установлены по стерлинговым депозитам, самые низкие — по долларовым депозитам. Уровень ставок увеличивается и с увеличением сроков депонирования, в частности, процентные ставки «bid-ask» межбанковского шестимесячного долларового депозита составили 6-6,5 %. По ставке «bid» банк покупает еврорыночную валюту, по ставке «ask» (offer) банк продает еврорыночную валюту, разница между этими ценами образует спред. Банки оперируют суммами не меньше 1 млн долл. и обычно устанавливают максимальную сумму кредита для снижения риска.

Клиентам, желающим вложить деньги в банк, предлагаются ставки более низкие за счет комиссии, т. е. банковская ставка «bid» минус комиссия. Небанковский заемщик может получить ссуду в евробанке по ставке «ask» плюс комиссия, которая взимается как премия за риск. Размер премии за риск зависит от кредитоспособности заемщика — чем она ниже, тем выше премия, и наоборот. Первоклассный заемщик может заплатить $3/8$ % сверх ставки «ask». Цены на еврорыночные кредиты обычно устанавливаются в лондонских или парижских межбанковских ставках Либор или Пибор плюс комиссия за риск. Ставка Либор рассчитывается как средняя кредитная ставка в основных валютах шести ведущих лондонских банков. Ставка Пибор рассчитывается как средняя величина кредитных ставок 14 банков Парижа в основных валютах, при этом три верхних и три нижних ставки не учитываются.

6.2. Происхождение, развитие, объем еврорыночного рынка

6.2.1. Зарождение и становление еврорыночного рынка (1950-1974)

Динамика развития еврорыночного рынка отличается неравномерностью, но в целом характеризуется повышательной тенденцией с высокими темпами роста. О масштабах деятельности на еврорыночных рынках свидетельствует валовой объем рынка, включающий банковские обязательства в иностранных валютах и межбанковские депозиты; возможности кредитования еврорыночной системы показывает чистый объем рынка в банковских обязательствах в еврорыночных валютах.

Главные причины быстрого роста рынка еврорыночных валют заключаются прежде всего в том, что многие владельцы предпочитают держать свои финансовые средства за рубежом и в наиболее надежных валютах мира. Большую роль в вывозе капиталов из своей страны играет нестабильность политическая, социальная, экономическая, а также стремление уйти от высоких национальных налогов, скрыть незаконность происхождения финансовых средств и т. п.

Еврорыночный рынок не является новым феноменом мировой экономики. До и после Первой мировой войны банки большинства западно-европейских стран принимали депозиты в различных иностранных валютах. Зарождению и становлению еврорынка после Второй мировой войны способствовали многие факторы, но начало рынку евродолларов было положено опасением СССР санкций со стороны США. В условиях холодной войны СССР предпочитал держать экспортные долларовые доходы в банках, расположенных во Франции и в Великобритании.

Дальнейшее становление и расширение еврорыночных рынков было связано с восстановлением обратимости западно-европейских валют и ограничительной валютно-финансовой политикой США и Великобритании. В 1958 г. был ликвидирован Европейский платежный союз и была восстановлена обратимость западно-европейских валют. Конвертируемость валют Германии, Франции, Италии стимулировала развитие еврорыночного рынка долларов. Отныне резиденты западно-европейских стран могли размещать свои долларовые сбережения в коммерческих банках по конкурентным процентным ставкам, вместо того чтобы сдавать их в центральные банки. Европейские банки получили возможность держать американские доллары, не конвертируя их в местные валюты через центральные банки.

С укреплением западно-европейских экономик на еврорынке стала использоваться дойчмарка, а также швейцарский франк, французский франк, английский фунт стерлингов. Евродолларовый рынок превратился в еврорыночный рынок, который вскоре вышел за пределы Европы и расширился за счет использования иены в качестве еврорыночной валюты. В 1950-1960 гг. становление и развитие евродолларового рынка в значительной мере стимулировались жестким валютным регулированием и запретами правительств США и Великобритании.

В 1957 г. английское правительство запретило британским банкам кредитовать торговлю нерезидентов. Банк Англии ввел соответствующие ограничения на предоставление стерлинговых ссуд иностранцам (нерезидентам). Британские банки стали кредитовать своих иностранных клиентов за счет имеющихся долларовых средств и тем самым способствовали развитию евродолларового рынка. Положение

Лондона, как центра международного денежного рынка, продолжало укрепляться в 1960-1970-х гг. из-за притока иностранных кредиторов и заемщиков.

Ухудшение платежного баланса США в 1960-х гг. в связи с сокращением активного сальдо торгового баланса, а также бюджетный дефицит привели к ужесточению ограничений в США, которые стимулировали **отток** долларовых средств в Европу и пополнение евродолларовых рынков. Главным ограничителем для расширения внутреннего долларового рынка и стимулом для оттока долларов из США служили правила ФРС США — правило «Q» и правило «M», — в соответствии с которыми условия на внутреннем финансовом рынке были менее привлекательными, чем за пределами США.

Правило «Q» от 1937 г. предусматривало установление потолка по процентным выплатам на депозиты, размещенные в банках на территории США. Это правило не позволяло американским банкам поднимать процентные ставки в конкуренции за депозитные средства. Правило «Q» не распространялось на зарубежные американские банки, которые стали создавать свои подразделения за границей, и прежде всего в Лондоне. Доллары потекли в евробанки, которые не подчинялись национальному регулированию США. Более высокие процентные ставки в Европе по долларovým депозитам выпекали и из другого правила банковской системы США.

Правило «M» установило для американских банков обязательный резерв для расчетов с ФРС. Поскольку резервы не дают процентных доходов банку, то эти потери он компенсирует за счет удорожания банковских средств. Если, например, банк принимает депозит в 1000 долл., он выплачивает 10 % на всю сумму депозита, хотя он может использовать эффективно только 950 долл., так как 5 % от вклада он должен держать для расчетов с ФРС. Таким образом, стоимость банковских кредитных средств в США будет составлять не 10, а 10,53 %. Не имея подобных требований, расположенные в Европе банки могли платить более высокие проценты по долларovým депозитам и предлагать евродолларовые денежные средства по более низким процентным ставкам, чем на внутренних рынках США.

Следующие правила, которые стимулировали развитие евродолларового рынка, выпекали из стремления поддержать золотодолларовый стандарт. Обеспокоенные влиянием оттока капитала на платежный баланс, власти США ввели новые правила с целью сокращения утечки долларов из страны.

1. В 1963 г. для снижения заимствований нерезидентов на американском рынке был введен уравнилельный (повышенный) налог на процентные доходы резидентов по иностранным ценным бумагам, который действовал до 1974 г. Этот налог поднял процентные ставки и соответственно стоимость долларовых заимствований в Нью-Йорке для иностранных фирм и правительств, многие из которых переориентировались на рынки евродолларов, где не было таких ограничений.
2. В 1965 г. для снижения зарубежного кредитования американских корпораций были введены запреты на использование за рубежом внутренних финансовых средств. Сначала ограничения на заимствования в США с целью осуществления зарубежных инвестиций носили добровольный характер. В 1968 г. правительство США ограничило размер вывоза капитала, и кредитный контроль стал принудительным. Американские ТНК стали искать источники финансирования на евродолларовых рынках.

3. В 1969 г. американские коммерческие банки осуществили заем в евродолларах в своих иностранных отделениях в Европе. В ответ ФРС ввела резервные требования для внутренних банков при получении займов в их филиалах, которые подняли процентные ставки в зарубежных филиалах американских банков. Евродолларовые процентные ставки возросли, приток средств на еврорынок увеличился.

Создание подразделений американских банков за рубежом стимулировалось и тем, что американским банкам по закону не разрешалось иметь свои подразделения в других американских штатах. Все эти ограничения и запреты в США способствовали снижению конкурентоспособности оншорных, т. е. внутренних американских, банков, расширению деятельности оффшорных евробанков, открытию все новых филиалов и отделений американских банков в Европе.

В 1971 г. администрация США отменила обратимость доллара в золото, что способствовало эмиссии долларов в условиях бюджетного и внешнеторгового дефицита, распространению долларов по всему миру и расширению евродолларового рынка. Официальная отмена фиксированных валютных курсов в 1973 г. тоже стимулировала свободное размещение валютных средств за пределами страны эмиссии. В результате с 1963 по 1974 г. валовой объем рынка евровалюты увеличился в 20 раз и составил 248 млрд долл., при этом доля евродолларов превысила 70 %.

6.2.2. Евровалютные рынки в эпоху нефтяных токов и долгового кризиса (1974-1989)

К середине 1970-х гг. многие валютно-финансовые ограничения в США были отменены, и евровалютный рынок продолжал развиваться быстрыми темпами под воздействием уже других факторов. За 1974-1982 гг. валовой объем рынка евровалют увеличился в 6,1 раза и составил 1514,7 млрд долл. Существенное расширение еврорынка произошло прежде всего за счет его пополнения долларами стран-экспортеров нефти. Значительная часть нефтедолларов поступила в евробанки, которые, в свою очередь, предоставили займы странам-импортерам нефти с дефинитными текущими платежными балансами. Таким образом, евробанки выполнили важную функцию рециклирования избыточных финансовых средств стран ОПЕК в страны с финансовым дефицитом.

На расширение рынка евровалют в 1970-е гг. повлияло также масштабное расширение международной торговли из-за чрезмерного роста экспортных цен и инфляции. Объем мирового экспорта в текущих ценах увеличился за 1970-1980 гг. в 6,3 раза, в том числе развитых стран - в 5,6 раз, развивающихся стран — в 9,9 раз. В этих условиях компании-экспортеры с ликвидностью в иностранных валютах находили на евровалютном рынке выгодные условия помещения своих доходов. Напротив, компании-импортеры остро нуждались в краткосрочных заемных средствах по конкурентным процентным ставкам.

В 1980-е гг., несмотря на экономический кризис в развитых странах в начале десятилетия, а потом и долговой кризис в развивающихся странах, развитие евровалютного рынка продолжалось. Валовой объем евровалютного рынка возрос за десятилетие (1980-1990) в 6,2 раза и составил более 6 трлн долл. Чистый объем рынка в сумме банковских обязательствах по депозитам в иностранных

валютах за 1985-1991 гг. увеличился в 2,5 раза и приблизился к 5 трлн долл. Оживление рынка в эти годы было вызвано расширением межбанковской торговли в связи с предоставлением синдицированных займов для финансирования слияний и поглощений компаний в развитых странах, а также возвращением на рынок к концу десятилетия преодолевших долговой кризис развивающихся стран.

Предложение средств в этот период осуществляли развитые страны. С начала 1980-х гг. Япония имеет актив по внешней торговле и по текущим расчетам и поставляет избыточные средства на международные финансовые рынки. Международным кредитором стали и другие азиатские страны, которые накапливают инвалютные экспортные доходы и обращают их в ценные бумаги иностранных государств и корпораций. Крупными поставщиками средств на евторынки оставались американские ТНК из-за возрастания обменного курса доллара и высоких процентных ставок в Европе.

В США проводилась дальнейшая либерализация национального законодательства, направленная на привлечение зарубежных ресурсов. В 1981 г. руководители ФРС признали факт открытия оффшорных подразделений многих американских банков в таких экзотических странах и территориях, как Багамские острова. Чтобы избежать жестких национальных правил регулирования банковской деятельности, ФРС приняла решение легализовать систему так называемых международных банковских агентств (*International Banking Facilities, IBFs*).

В соответствии с этим в Нью-Йорке и в других американских штатах был введен специальный режим регулирования операций нерезидентов в иностранной валюте. Нерезиденты были освобождены от резервных требований и ограничений процентных ставок по кредитам и получили ряд налоговых льгот. В результате в Нью-Йорке был создан евровалютный оншорный рынок. Вслед за США японское правительство в 1986 г. сформировало японский оншорный евторынок, позволив японским банкам принимать евроиеновые депозиты в Токио от нерезидентов.

6.2.3. Развитие и объем евровалютного рынка в 1990-е гг.

К началу 1990-х гг. глобализация мировой экономики и финансов набрала силу, к концу десятилетия она достигла определенной зрелости. Это повлияло и на евровалютные рынки, чутко реагирующие на все изменения и колебания в мирохозяйственной системе. Расширение евровалютного рынка стало все более происходить под воздействием роста и диверсификации международной торговли товарами, услугами, технологиями и т. п., международных потоков капитала, умножения числа участников этих процессов, развития и модернизации коммуникационных и информационных систем.

В 1990-е гг. на евторынок вернулись многие развивающиеся страны; появились новые заемщики/эмитенты из стран с переходной экономикой. Основными поставщиками ресурсов на евторынки оставались страны Европы и США; при этом США были крупнейшим чистым получателем мировых финансовых ресурсов. Объем евровалютного рынка в банковских обязательствах показан в табл. 6.1.

В начале 1990-х гг. из-за кризиса в развитых странах объем евровалютного рынка несколько сократился; в 1997 г. он достиг максимума, к 1999 г. снизился на 11 %.

Среднегодовые темпы роста валового объема евровалютного рынка, включающего не только банковские обязательства в иностранных валютах, но и межбанковские операции, за 1963-1999 гг. составили 22,5 %; в 2000 г. валовой объем рынка оценивался в 10 трлн долл.

Таблица 6.1
Чистый объем евровалютного рынка
в банковских обязательствах в иностранных валютах в 1968-1999 гг.

Годы	Млрд доля.	Годы	Млрд долл.
1968	33,7	1992	4880,8
1976	310,6	1993	4815,3
1985	1980,6	1994	5398,6
1986	2526,9	1995	5884,0
1987	3230,6	1996	6094,5
1988	3505,2	1997	6858,5
1989	4186,3	1998	6365,4
1990	4936,7	1999	6159,5
1991	4950,0		

Лидирующая роль американских банков и доллара на евровалютном рынке до 2001 г. не подвергалась сомнению. После образования валютного союза ЕС и введения единой валюты на территории 12 стран объем валютного и евровалютного рынков сократился, так как уменьшилось количество валют и стран, где немецкие марки, французские франки, итальянские лиры могли выступать в качестве иностранных и евровалют.

6.3. Евробанки и евровалютный межбанковский рынок

6.3.1. Конкурентные преимущества евробанковского бизнеса

Глобальное распространение рынка евровалюты объясняется стремлением участников рынка найти место деятельности с минимальным регулированием. Главные центры евробанковской деятельности расположены в международных финансовых центрах: в Лондоне, Париже, Нью-Йорке, Токио и Люксембурге. Евробанки осуществляют по принципу выбора заемщиков и максимизации прибыли. Между финансовыми посредниками существует сильная конкуренция, которая не позволяет доминировать одному или нескольким участникам. Сосредоточение крупных финансовых ресурсов в ключевых валютах в международных финансовых центрах позволяет быстро переводить громадные средства в любые точки мира.

Евровалютный рынок не подчиняется государственному регулированию и свободен от национальных налогов и ограничений. Евробанки не подвержены пра-

вительственному регулированию, они не имеют резервных требований, потолка для процентных ставок и страховки депозитов. В связи с этим международные банки получают преимущества от низкой стоимости средств и могут предоставлять кредиты международным заемщикам по ставкам ниже национальных. При этом они несут рассчитанные риски: риск, связанный с деятельностью в данной стране; риск, связанный с нарушением закона; валютный риск; риск неплатежеспособности суверенного государства; кредитный риск, рыночный риск.

Евробанки в условиях сильной конкуренции мобилизуют и перемещают мировые средства из избыточных регионов мира в дефицитные регионы. От эффективного размещения средств евробанками выигрывают кредиторы и заемщики, ибо кредиторы получают более высокие доходы, чем на внутренних рынках; заемщики получают более дешевые средства. ТНК привлекают относительно высокие процентные ставки евровалютного рынка, которые они получают на свои избыточные средства, и конкурентные ставки на заемные ресурсы. Развитые и некоторые развивающиеся страны, на территории которых базируются евробанки, получают дополнительные доходы.

Евробанки осуществляют следующие операции: прием вкладов, приведение своих ликвидных позиций в соответствии с ситуацией на межбанковском рынке, выдача кредитов первичным заемщикам с целью получения прибыли. Главными пользователями евровалютного рынка являются сами евробанки, другие финансовые институты, а также ТНК, международные институты, центральные и местные органы власти. Большая часть евровалютных трансакций происходит между евробанками; банки с избыточными ресурсами одалживают другим банкам, которые имеют возможность предоставлять ссуды, но испытывают нехватку средств.

Базовой процентной ставкой на евровалютном рынке служит Либор, которая используется на лондонском межбанковском рынке. **Спрэд** для небанковских заемщиков превышает Либор на размер комиссии, который зависит от кредитного рейтинга заемщика и стоимости банковской ссуды. Небанковские вкладчики обычно получают процент на свои депозиты ниже ставки Либор на размер комиссии. В первые годы существования евровалютного рынка проценты по депозитам и по ссудам, как правило, были зафиксированы на весь период их действия. В последующие годы нормой стали плавающие ставки процентов на базе Либор по депозитам и ссудам. Плавающие ставки по ссудам пересматриваются каждые 3-6 месяцев для установления фиксированной ставки выше Либор.

В результате многие долгосрочные займы превратились в краткосрочные ссуды с автоматическим продлением, но с процентной ставкой, которая устанавливается по уровню процента по Либор. В структуре евробанковских активов (займов) и обязательств преобладают сроки до 6 месяцев. Банки тщательно следят за соотношением (балансом) краткосрочных депозитов и займов, т.е. за тем, чтобы активы покрывали пассивы. Тем самым они себя страхуют от крупного преждевременного изъятия краткосрочных депозитных средств, а также от риска изменения процентной ставки. Рассмотрим пример.

Евробанк получил трехмесячный депозит в 1 млн долл., по которому он должен заплатить 7,5 %, и он выдает заем на 6 месяцев из 8 %. Если через 3 месяца ставка процента по депозиту поднимется, банк должен будет платить по депозиту в течение следующих 3 месяцев не 7,5 %, а допустим, 9 %. В этом случае банк понесет

потерн, ибо процентные поступления по займу не покроют платежи по депозиту. Потерн не произойдет, если процентная ставка по займу будет пересмотрена и установлена на уровне выше 9 %.

Евробанки сохраняют существенные преимущества по сравнению с банками, работающими на внутреннем рынке, несмотря на то что регулирование банковской деятельности в развитых странах значительно ослаблено. Это преимущество заключается в следующем:

- * деятельность евробанков не регулируется, они не имеют резервных требований в отличие от внутренних банков, которые часть своих активов держат в качестве резервов на беспроцентных счетах или с очень низким процентом. Все это позволяет евробанкам предлагать более высокие процентные ставки по депозитам и более низкие по аналогичным займам, чем внутренние банки;
- * евробанки получают спрэд между процентными платежами по депозиту и по займу ниже, чем внутренние банки. Они зарабатывают на масштабе сделок, средняя стоимость которых ниже, чем стоимость операций внутренних банков. Средний размер евробанковского депозита или займа составляет сотни тысяч и миллионы долларов, что значительно больше внутренних депозитов и займов — **обычно** это десятки-сотни тысяч долларов;
- * евробанкам удастся избежать многих расходов и издержек, которые неизбежно сопровождают внутреннее банковское регулирование. Они не должны поддерживать широкую сеть подразделений, как это делает внутренний банковский сектор, они не нуждаются в механизмах внутреннего контроля и содержании дорогостоящих юридических департаментов;
- * евробанковский бизнес обладает высокой международной конкурентоспособностью с относительно легкими требованиями по его формированию по сравнению с внутренней банковской деятельностью. Это обеспечивает евробанкам большую эффективность и конкурентные цены;
- * евробанки не должны оплачивать страхование депозитов, в то время как банки США, например, должны страховать свою депозитную базу в Федеральной корпорации по депозитному страхованию;
- * евробанки предоставляют займы исключительно первоклассным крупным заемщикам с высоким рейтингом и с ничтожным риском дефолта. Напротив, заемщики внутренних банков имеют высокий риск дефолта, поэтому банки берут премию за риск в виде дорогих ссуд и низких процентных ставок по депозитам.

Обладая значительными конкурентными преимуществами перед внутренними банками, евробанки не могут их полностью заменить на рынке банковских услуг. Внутренние банки лучше ориентируются в местном бизнесе, что снижает риски; они страхуют вкладные, контролируют весь процесс предоставления ссуды. Многие рядовые фирмы не обладают большими ресурсами и не нуждаются в крупных заимствованиях, которыми оперируют евробанки; они не всегда готовы доказывать свою кредитоспособность и обоснованность своего проекта.

6.3.2. Функция финансового посредничества евробанков

Фундаментальная роль банков заключается в аккумуляции временных излишков финансовых средств и в распределении их между заемщиками с временной

нехваткой ресурсов. Избыточные ресурсы означают временный избыток покупательной способности. Нехватка ресурсов означает нехватку покупательной способности и немедленную потребность ее купить. Посредничество банка позволяет передать покупательную способность туда, где она необходима. Если банки работают эффективно, то они передают покупательную способность не только туда, где ее не хватает, но туда, где она будет использована наиболее продуктивно. В ходе операций банки трансформируют средства, приспособляя их к потребностям заемщиков и кредиторов.

Многие вкладчики предпочитают краткие сроки депонирования и такие условия, которые обеспечивают **быстрый** доступ к средствам. Напротив, многие заемщики предпочитают брать кредиты на долгие сроки и на таких условиях, которые позволяют иметь доступ к ресурсам так долго, как они в них нуждаются. Без банков кредиторы и заемщики не могут прийти к согласию. Только посредничество банков позволяет удовлетворить потребности обеих сторон, не снижая покупательной способности ресурсов. В евровалютной системе посредничество банков играет ключевую роль в урегулировании неравновесия платежных балансов посредством принятия депозитных средств от избыточных стран и передачи их дефицитным странам.

Основная функция евробанков — это финансовое посредничество между кредитором и заемщиком, которые не являются банковскими учреждениями. Между получением депозита и предоставлением ссуды может быть несколько межбанковских операций. Для лучшего понимания этого процесса рассмотрим пример. Допустим, американская ТНК-1 переводит 50 млн долл. со счета в американском банке на депозитный счет в евробанке «А» в долларах. Евробанку «А» не нужны эти деньги в данный момент, у него нет клиента, желающего занять такую сумму. У евробанка «В» есть клиент (американская ТНК-2), готовый взять ссуду в размере 50 млн долл., но нет таких средств. Тогда евробанк «В» одалживает у евробанка «А» 50 млн долл. и предоставляет кредит американской ТНК-2.

Таким образом, 50 млн долл. ушли с американского рынка и поступили на евродолларовый рынок. Передача средств из евробанка «А» евробанку «В» была осуществлена по каналам межбанковского еврорынка. В результате этих операций общий объем евродолларового депозита увеличился в 2 раза и составил 100 млн долл.; депонированные ТНК-1 50 млн долл. поступили в качестве займа в 50 млн долл. ТНК-2. Таким образом, чистый объем евродолларового валютного рынка увеличился на 50 млн долл. (в размере первоначального депозита), валовой объем, включая межбанковскую транзакцию, возрос на 100 млн долл.

Евробанк «А» выступил посредником в передаче избыточных средств ТНК-1 другой корпорации — ТНК-2 — с заемными требованиями. Когда ТНК-2 начнет расходовать полученный заем, деньги будут поступать из американского банка, а не из евробанка. Только американская банковская система выдает доллары, а евробанки создают депозиты, которые не являются платежными средствами. Получив заем, ТНК-2 может положить эти средства на депозит в другой евробанк или будет расходовать полученные средства на финансирование проекта, и лишь малая часть от 50 млн долл. может вернуться в евробанковскую систему и влиться в следующий кредит.

Рассмотренный пример показывает, как евробанковская система формирует еврокредиты и, каковы пределы расширения этого кредитования. Скорее всего

ХНК-2 вновь положит на евродепозит часть от полученного займа, но более вероятно, что большая часть полученного кредита будет вложена в американскую экономику и вернется в американскую банковскую систему.

6.3.3. Евровалютный межбанковский рынок

Межбанковский евровалютный рынок составляет сердцевину евровалютного рынка. Он организован как международный внебиржевой договорный рынок, члены которого связаны между собой всеми современными коммуникационными средствами. Этот рынок играет большую роль в передвижении средств от кредиторов и инвесторов в одной стране к заемщикам и эмитентам в другой стране. Расчеты осуществляются по системе межбанковских клиринговых расчетов (ЧИПС). Доля межбанковского рынка в международном банковском кредитовании составляет около 70 %. Участниками рынка являются банки, брокеры, центральные банки, руководящие кредитно-денежные учреждения, крупные корпорации. Евровалютный межбанковский рынок выполняет следующие функции;

- 1) распределение — получает средства от вкладчиков и передает их заемщикам;
- 2) хеджирование — покупает/продает активы и обязательства в иностранной валюте с различными сроками действия;
- 3) предоставление займов для корректировки статей баланса;
- 4) обеспечение движения средств через межбанковский рынок, избегая резервных требований и депозитных страховых сборов.

Евровалютный рынок работает через сеть телекоммуникационных линий. Евробанки, располагаемые в евровалютных центрах, принимают участие в торгах и предлагают средства другим банкам. С этой целью банковские евровалютные трейдеры или брокеры размещают межбанковские депозиты на 5-50 млн долл, обычно на срок до 3 месяцев с фиксированными ставками. Сделки совершаются в течение нескольких минут и подтверждаются с помощью телекса всеми участвующими сторонами. Сделки заключаются между учреждениями с высокой кредитоспособностью без соблюдения формальностей и не требуют предварительного контракта.

Процентные ставки на евровалютном межбанковском рынке являются конкурентными. Различия в процентных ставках быстро ликвидируются арбитражем; межбанковские маржи очень низкие, или их нет совсем. Межбанковский евровалютный рынок помогает распределять средства и обеспечивать ликвидность. Для выполнения этих задач банки обычно сохраняют достаточное количество краткосрочных депозитов для предоставления займов и обеспечения последнего резерва ликвидных средств, включая депозитные сертификаты других банков и межбанковские депозиты на различные сроки.

Для получения необходимых средств в иностранных валютах международные банки проводят своповые сделки на валютном рынке. Полученные средства банки предоставляют небанковским заемщикам или могут их использовать на других своповых рынках. Операции на межбанковском рынке подвержены многочисленным рискам, в том числе и из-за постоянно меняющихся процентных ставок и **обменных** курсов валют. На рынке всегда существуют риски выдачи или получения избыточных кредитов и займов, потерь от неверного выбора сроков. Банки - Участники межбанковского рынка несут следующие риски.

1. *Риск неплатежеспособности.* Он возможен как со стороны банка, так и со стороны корпорации-заемщика, поскольку еврозаймы и евродепозиты не требуют обеспечения.
2. *Рыночный риск.* Межбанковский рынок базируется на плавающих процентных ставках, и колебания процентных ставок могут неблагоприятно повлиять на источник средств банка, а у заемщиков могут возникнуть затруднения при выплате кредита.
3. *Риск, связанный с деятельностью в данной стране.* Страна может запретить своим банкам выплачивать займы или депозиты, полученные в банках других стран. Ухудшение платежного баланса и уменьшение официальных резервов могут помешать дебиторам обслуживать внешние долги.
4. *Валютный риск.* Существенные изменения обменных курсов валют могут затруднить банку управление своими активами и пассивами.
5. *Риск ликвидности.* Неожиданное изъятие банками межбанковских депозитов может заставить банк срочно и невыгодно распродать свои активы для выполнения своих обязательств.
6. *Риск возникновения кризиса.* При возникновении любых кризисов возникает опасность эффекта «домино».
7. *Политический риск.* Политические решения правительств могут негативно воздействовать на банковскую сферу.

Многочисленные риски вынуждают банки вырабатывать и осуществлять различные меры защиты. Прежде всего банки формируют резервы, выделяя значительные средства для покрытия возможных рыночных и других рисков в целях балансирования своих обязательств и требований. Для выработки и осуществления эффективной антирисковой политики банки, действующие на межбанковском еврорынке, собирают информацию обо всех изменениях, происходящих в мире, и сотрудничают с другими банками и с центральным банком. В целях снижения и своевременного предотвращения рисков банки формируют институциональные структуры с привлечением экономистов, юристов и других специалистов.

6.4. Центры евробанковской деятельности

6.4.1. Особенности евробанковской деятельности

Евробанки размещаются в международных оффшорных банковских центрах. В широком понимании к международным оффшорным банковским центрам можно отнести любые центры, где евробанки предлагают льготный валютный и налогово-инвестиционный режим нерезидентам и проводят евровалютные операции, не подпадающие под национальное регулирование. Такие центры не считаются составной частью экономики страны, на территории которой они размещаются. Центры банковского бизнеса в евровалютах можно разделить на две группы.

Одну группу евробанковской деятельности образуют крупные международные финансовые центры с хорошо развитой национальной финансовой системой; Лондон, Нью-Йорк, Токио и др. Другую группу образуют оффшорные бан-

ковские центры, расположенные в странах и на территориях с относительно слабой внутренней финансовой системой, многие из которых по существу являются налоговыми убежищами. Евробанки, размещенные в международных финансовых центрах, осуществляют деятельность внутри этих центров и между ними. В оффшорных банковских центрах фирмы и банки-нерезиденты базируют свои счета, но осуществляют финансовые операции исключительно с другими странами.

Оффшорные банковские центры возникли в 1960-е гг. на Багамских островах; в 1970-х гг. они появились в Маниле, Бахрейне и на Нормандских островах; в 1980-х гг. оффшорные рынки возникли в Нью-Йорке, Токио и Тайбэе (Тайвань). Оффшорные банковские центры можно рассматривать как отдельную категорию международных финансовых центров, которые выполняют посреднические функции для заемщиков и депонентов. Они располагаются там, где обеспечена политическая стабильность для осуществления операций, имеются квалифицированные кадры, а также коммуникации для достижения эффективной работы с международным банковским сообществом. По оценке, в оффшорных центрах размещено более 5 трлн долл. финансовых ресурсов, из которых около 100 млрд долл. российского происхождения.

Первоначально оффшорными банковскими центрами называли евробанковские центры в бассейне Карибского моря. Сегодня это название распространилось на многие центры, которые специализируются исключительно на международных транзакциях и часто располагаются в островных и других небольших государствах (Лихтенштейн, Ирландия). Оффшорные территории банковской деятельности имеются и в развитых странах. В частности, отдельные штаты США, кантоны Швейцарии предоставляют оффшорные льготы тем компаниям, которые осуществляют хозяйственные операции с другими странами.

Оффшорные банки располагают инфраструктурой для осуществления международных сделок, предлагают большое разнообразие финансовых инструментов, обеспечивающих свободу выбора заемщикам и кредиторам по срокам действия, по процентным ставкам, по валютам, приемлемым для их «европрограмм». Основной причиной привлекательности банковских оффшорных центров является минимальное официальное регулирование, отсутствие налогов и контроля за управлением портфелями ценных бумаг.

Формирование и развитие банковских оффшорных центров связано с увеличением объема евровалютного рынка. Многие, особенно небольшие, страны стали создавать такие центры для повышения занятости и получения доходов от выдачи лицензий и других платежей. Увеличению количества оффшорных банковских центров способствовали их преимущества, которые заключаются в следующем:

- 1) отток/приток средств почти не регулируется;
- 2) сделки имеют чисто международную основу и не затрагиваются внутренней экономической финансовой политикой;
- 3) эти центры предлагают высокоэффективные местные и международные средства связи и транспортную инфраструктуру;
- 4) оффшорные центры имеют тесные связи с финансовыми властями развитых стран;

- 5) они существуют в условиях внутренней политической стабильности и обеспечивают тайну сделок;
- 6) поддерживают политическую стабильность и имеют эффективно функционирующие центральные банки;
- 7) оффшорные центры легкодоступны, расположены в различных часовых поясах; часто между поясами, где располагаются важнейшие рынки;
- 8) имеют высококвалифицированные кадры и общий язык (английский).

Банки в оффшорных банковских центрах мобилизуют ликвидные средства, выполняют посреднические функции. Учреждение банка в таком центре на порядок дешевле, чем в международном финансовом центре. Расходы по содержанию банка в оффшорном центре включают разовый регистрационный сбор, учредительские и административные издержки, лицензионный сбор, иногда небольшой налог на прибыль. Регистрационный сбор даже для солидных банков с лицензией типа «А» колеблется в различных оффшорных юрисдикциях от 1 до 75 тыс. долл.

Ежегодный лицензионный сбор обычно устанавливается на уровне ставок регистрационного сбора, независимо от объема оборота и прибыли по оффшорным банковским операциям держателя лицензии. Годовой лицензионный сбор оплачивается двумя взносами: первый взнос в размере 50 % вносится при подаче заявки на получение или продление лицензии на банковскую деятельность, второй 50 % уплачивается после получения/продлонгации банковской лицензии на очередной год. В некоторых оффшорных центрах помимо регистрационного и лицензионного сбора банки уплачивают налог на прибыль и/или годовой сбор.

Например, в Барбадосе с прибыли до 5 млн долл. взимается 2,5 %, с прибыли свыше 5 млн долл. — 2 %, с прибыли свыше 15 млн долл. — 1 %. На Нидерландских Антильских островах оффшорные банки уплачивают налог на прибыль в размере 2,4-7,0 %. На Кипре оффшорные филиалы зарубежных банков с развернутыми офисами управления уплачивают налог на прибыль в размере 4,25 %. Кроме того, они платят центральному банку Кипра годовой сбор в размере 15 тыс. долл. за его надзор за работой оффшорных банков.

В некоторых центрах, например в Малайзии, оффшорные банки по своему выбору могут платить либо налог на прибыль в размере 3 %, либо фиксированный годовой сбор в размере 24 тыс. долл. На Мальте оффшорные банки платят и налог на прибыль в размере 5 %, и годовой сбор в размере 75 тыс. долл. Учитывая солидные обороты и прибыли оффшорных банков, особенно отделений, дочерних компаний и других подразделений крупных банков развитых стран, режим налогообложения на их операции считается весьма льготным и стимулирующим подключение банков к оффшорному бизнесу.

Валютная автономия оффшорных банков выражается в полном освобождении их операций от местного валютного контроля, в беспрепятственном открытии и ведении валютных счетов как в странах регистрации, так и за рубежом. Это дает таким банкам важные преимущества и свободу маневра на денежных рынках, в том числе и в странах, где национальная валюта не относится к разряду свободно конвертируемой валюты и существует жесткое валютное регулирование.

Оффшорный банковский бизнес гарантирует повышенную конфиденциальность банковских операций самим банкам и их клиентам, обеспечивает тайну банковских счетов.

Однако в последнее время межправительственные соглашения о сотрудничестве по вопросам налогообложения вынуждают некоторые оффшорные центры предоставлять правоохранительным органам деловую информацию по оффшорным банкам в случае возбуждения судебных исков и дел. В оффшорных центрах банкам разрешается использовать институт номинальных директоров; при этом имена, адреса и платежеспособность физических собственников банка должны быть известны местной администрации. Допускается выпуск акций на предъявителя при учреждении оффшорных банков.

Оффшорным банкам закрыт доступ к обслуживанию резидентов страны-регистрации, поэтому они свободны от соблюдения норм местного банковского регулирования. Они не обязаны в принудительном порядке покупать казначейские обязательства центрального банка или правительства страны-регистрации, в своей кредитной практике не должны следовать за учетной ставкой центральных банков стран-регистрации. Местная администрация не следит за устанавливаемыми этими банками уровнями ликвидности, резервами и другими нормами и лимитами банковской практики.

Либеральный режим повышает прибыльность оффшорного банковского бизнеса, позволяет предлагать наиболее выгодные условия клиентам. Многие оффшорные банки выплачивают своим клиентам ставки по депозитам значительно выше, чем предлагают внутренние банки. Это дает дополнительную клиентуру, обеспечивает рост контролируемых заемных средств и прибыли. Расположенные в налоговых гаванях оффшорные банки предоставляют своим клиентам легальные возможности избежать налогообложения доходов по высоким ставкам стран их резидентства.

В связи с тем что оффшорные банки ведут операции только в СКВ, многовалютная маневренность вкладов способна смягчить потери клиентов от инфляции. Глобальный характер оффшорного банковского бизнеса позволяет рассредоточивать активы вкладчиков в нескольких благоприятных и стабильных юрисдикциях и тем самым дополнительно защищать активы от обесценивания, конфискации и рисков. Многие оффшорные банки берут на себя и функции трастового управления активами клиентов, обеспечивая тем самым профессиональное распоряжение этими активами.

Преимущества оффшорного банковского бизнеса реализуются в полной мере лишь в том случае, если сами банки являются надежными и солидными, если в этом бизнесе задействованы солидные клиенты и он осуществляется в благополучных экономиках. Услугами оффшорных банков активно пользуются банковские, страховые, трастовые, торговые, судоходные, туристические, инновационные и промышленные корпорации, а также состоятельные частные лица. Пользователи оффшорных банковских услуг часто создают собственные оффшорные банки. Предприниматели из стран с высокими налогами, строгим валютным контролем, неконвертируемой национальной валютой, инфляцией, конфискационными настроениями властей проявляют растущий интерес к оффшорному банковскому бизнесу.

6.4.2. Крупнейшие центры евробанковской деятельности

Международные финансовые центры бывают двух типов — нью-йоркский и лондонский. Евровалютный центр нью-йоркского типа предполагает наличие формально установленных договоренностей с международными финансовыми центрами. В евровалютных центрах такого типа устанавливаются специальные счета отдельно от внутренних счетов. Эти специальные счета свободны от ограничений, относящихся к внутреннему финансовому рынку. В евровалютных центрах лондонского типа, которые размещаются в Лондоне, Гонконге и др., финансовые банковские сделки резидентов и нерезидентов свободны от ограничений; сделки между нерезидентами технически не отделены от сделок между резидентами.

Лондон, Нью-Йорк и Токио являются тремя столпами мировой оффшорной банковской деятельности. *Лондон* является ведущим международным финансовым центром с **хорошо** развитыми денежным и валютным рынками и рынком долгосрочного капитала. Лондонский евровалютный и оффшорный банковский рынок является крупнейшим в мире. Лондон предоставляет средства на международные финансовые рынки и предоставляет посреднические услуги при осуществлении международных займов. Укреплению статуса Лондона как оффшорного рынка способствовала либеральная политика Банка Англии, которая привлекала большое количество иностранных банков и международных заемщиков. Доля активов в иностранной валюте в банковском секторе Великобритании превышает долю стерлинговых активов.

Иностранные банки держат большую долю своих средств в Лондоне в иностранных валютах, в том числе американские банки, в которых депозиты в отличных от долларов валютах составили более 80 % в начале 1990-х гг., для японских банков эта доля была несколько меньше. Иностранные банки играют значительную роль в финансировании и кредитовании на оффшорном рынке Лондона. Банковский сектор Великобритании пополняется за счет иностранных займов, доля которых приближается к половине, при этом займы, полученные от японских банков, в 1,5–2 раза превышают американские займы.

В *США* действует нью-йоркская система оффшорных банков с льготным режимом. Она возникла на основе положения ФРС, которое позволило американским банкам учреждать на территории своей страны международные банковские агентства (*IBFs*), которые не могут принимать депозиты и выдавать займы резидентам и предназначены для принятия срочных вкладов и предоставления кредитов иностранным клиентам. К международным банковским агентствам не предъявляются требования по резервам, депозитным страховым премиям. Для них не устанавливается потолок процентных ставок, они освобождены от местных налогов и налогов штатов. Долларовый депозит в международном банковском агентстве не является евродолларом, поскольку он находится на территории США, однако он имеет оффшорный статус так, как если бы он находился за границей.

По существу система международных банковских агентств позволяет американским банкам осуществлять свободный от **национального** регулирования евробизнес в США посредством ведения отдельных счетов. Легализация евробизнеса на территории США способствовала возврату оффшорных подразделений аме-

риканских банков. Оффшорные банковские зоны США имеют ряд преимуществ. Прежде всего преимущества вытекают из одного и того же месторасположения «зоны» и головного банка. Головной (материнский) банк контролирует другие кредитные институты, что позволяет лучше управлять ими. Кроме того, политическая стабильность и устойчивость доллара США понижают риски иностранных депонентов, размещающих средства на оффшорном рынке США.

Оффшорная нью-йоркская система имеет и недостатки по сравнению с лондонской системой. В отличие от лондонских евробанков, которые обслуживают местных и иностранных клиентов, нью-йоркские и другие американские оффшорные банки не принимают депозитов и не предоставляют кредитов американским резидентам. Американские евробанки не принимают вкладов до востребования и не выпускают депозитных сертификатов. Они облагаются федеральным подоходным налогом и не открывают секретных доверительных счетов, как в Швейцарии.

Роль *Токио* в мировой финансовой системе стала увеличиваться с 1970-х гг. Это было связано со стабильностью курса иены, с ростом экспорта и поступлениями иностранной валюты, с конкуренцией японских банков с целью занять ведущие позиции в мировой финансовой сфере, с расширением японских финансовых рынков. Япония долго играла ведущую роль в международной банковской сфере из-за активного сальдо по текущим операциям, огромной величины международных банковских активов и всемирного распространения японских банков. Япония является участницей евровалютного рынка с 1960 г., когда она получила большой, заем в евровалюте для финансирования внутренней экономики и внешнеэкономической деятельности.

Интернационализация японской иены в 1980-х гг. усилила роль Японии в мировой финансовой сфере. Японский **оффшорный** рынок был создан по образцу нью-йоркской системы международных банковских «зон» (подразделений банков) с льготным режимом в конце 1986 г. для стимулирования интернационализации иены, либерализации и интернационализации японских финансовых рынков. В общем объеме японского международного кредитования доля оффшорного рынка составила более половины в начале 1990-х гг. В тот период в японских оффшорных банковских активах неновые активы составляли около 45 %, в других валютах — 55 %; доля резидентов на японском оффшорном рынке превышала 20 %, нерезидентов — была около 80 %, при этом четверть полученных нерезидентами кредитов была в иенах.

Иностранные банки в Японии играют незначительную роль на оффшорном рынке из-за того, что стоимость средств на оффшорных рынках Гонконга и Сингапура ниже, чем в Японии. Специфические характеристики японского оффшорного рынка заключаются в следующем.

- Японский рынок позволяет оффшорным банкам открывать специальные счета отдельно от внутренних счетов.
- Большинство сделок на японском оффшорном рынке (более 90 %) — это межбанковские сделки, а не сделки с небанковскими клиентами.
- Японский оффшорный рынок функционирует как отделение внутреннего межбанковского рынка, отчего выигрывают японские региональные банки, не имеющие иностранных филиалов.

- * Японские региональные банки могут получать средства по более низкой цене, чем на внутреннем рынке, из-за незначительного регулирования банковской деятельности.
- * Доля активов в иенах постепенно возрастает, особенно за счет депозитов и онкольных ссуд до востребования. Это значит, что на оффшорном рынке Японии совершается все больше сделок с участием японских резидентов, которые берут займы в евроиенах и переводят их на внутренний рынок.
- * Обмен средств между оффшорным и внутренним рынками растет, что позволяет малым и средним банкам принимать участие в сделках на оффшорном рынке.

Люксембург является одним из главных западно-европейских оффшорных банковских центров; он руководитель системы клиринга по евробондам — CEDEL (*Eurobond Clearing*) и Европейского инвестиционного банка. Возможность заключать финансовые сделки в условиях строгой секретности при низком уровне налогообложения позволила Люксембургу привлечь множество иностранных банков, инвестиционных фондов и компаний. Он имеет многие преимущества: сделки нерезидентов не облагаются гербовым сбором, подоходным налогом на прибыль от инвестиций и облигационных купонов, а также не облагаются налогами на добавленную стоимость при сделках с золотом, на увеличение рыночной стоимости капитала, на дивиденды, на имущество; кроме этого, не существует валютного контроля и других ограничений на движение средств.

В *Париже* расположено большое число французских и иностранных банков, которые имеют значительную часть своих активов в иностранной валюте и активно осуществляют кредитование нерезидентов. Благоприятной среды для иностранных банков до недавнего времени не было, так как курс франка поддерживался и контролировался.

Швейцария является ведущим банковским центром с либеральным валютным и налоговым регулированием. Швейцарский рынок капитала является выгодной альтернативой для евровалютных заемщиков. Наиболее важными международными банковскими операциями являются доверительные счета, защищенные законом о секретности вкладов посредством нумерованных банковских счетов. Швейцарская валюта считается одной из самых сильных и устойчивых, что обеспечивается ее высокой покупательной способностью вследствие отсутствия инфляции.

Швейцария — чистый международный кредитор, хотя приток средств в Швейцарию происходит постоянно и достигает значительных размеров. Он угрожает стабильности **внутренней** ликвидности, снижает обменный курс валюты и процентные ставки. Это вызывается рядом факторов, важнейшие из них:

- 1) желание инвесторов передать свои средства банкам, которые давно зарекомендовали себя как компетентные в управлении вложениями средств в мировом масштабе;
- 2) анонимность вложения средств;
- 3) использование швейцарской финансовой системы для уклонения от высоких налогов на корпоративный доход в своей стране;
- 4) швейцарские финансовые холдинговые компании поддерживают ликвидные инвестиции с ожиданием будущих потребностей;

- 5) стремление инвесторов вкладывать средства в надежные активы в швейцарских франках.

Для стабилизации финансовой системы швейцарские банки организуют отток средств для сбалансирования общего притока/оттока. Банки обеспечивают отток капитала в количестве, необходимом для сохранения финансовой системы в равновесии. Наиболее важными каналами оттока средств являются:

- выпуски облигаций заемщиками-нерезидентами на швейцарском рынке капитала в швейцарских франках, сопровождаемые конверсией полученных средств в другие валюты без задержки;
- * участие швейцарских банков в иностранных займах;
- * вложение капитала в специализированные средства международного инвестирования, которые используются для приобретения ценных бумаг на нешвейцарских рынках капитала;
- управление средствами частных лиц, большой объем которых вкладывается в Нью-Йорке, Лондоне, Токио и других рынках ценных бумаг оффшорными филиалами швейцарских банков;
- * размещение банками евродепозитов в швейцарских банках за границей.

6.4.3. Финансовые и оффшорные банковские центры в развивающихся странах

Финансовые центры развивающихся стран являются каналами движения **капитала** — притока прямых и портфельных инвестиций и оттока процентов, дивидендов, прибыли, а также ссудного национального, в основном частного, капитала. Они также служат фискальными оазисами и операционными залами, где совершаются сделки. Их отличает нестабильность, они могут появляться и исчезать.

Сингапур начал формироваться как финансовый центр с 1965 г. после получения независимости. Его отличают выгодное географическое положение, хорошая связь с Лондоном и другими городами, что было важно некоторое время тому назад, а главное — льготный налоговый режим. Сингапур активно привлекал крупнейшие банки и ограничивал средние и мелкие. Он сформировался как универсальный финансовый центр — рынок золота, валюты, банковских кредитов и ценных бумаг. На этот рынок имеют доступ резиденты и нерезиденты без всяких ограничений.

Валютный рынок Сингапура разделен на внутренние счета для резидентов, находящиеся под правительственным контролем, и на внешние для нерезидентов — без контроля. На базе внешних счетов сложился рынок азиатских евродолларов в качестве филиала лондонского рынка евродолларов. В Сингапуре развивается и рынок банковских кредитов, сначала краткосрочных, а затем получили распространение и средне- и долгосрочные кредиты. Правительство предприняло определенные шаги для укрепления статуса Сингапура как международного финансового центра:

- при содействии Банка Америки в 1968 г. Сингапур создал рынок азиатских евродолларов, которые представляют собой банковские депозиты, размещенные в Сингапуре и используемые за пределами США. Лицензии были

выданы примерно 170 местным и иностранным банковским учреждениям для создания и обеспечения деятельности оффшорных банков;

- * в 1971 г. было создано Руководящее денежно-кредитное учреждение Сингапура (*Monetary Authority of Singapore*), которое занимается развитием финансовых рынков и модернизацией финансовой инфраструктуры;
- * сингапурская система налогообложения обеспечивает низкую стоимость финансовых средств;
- * отмена валютного контроля позволила банкам и другим финансовым учреждениям заниматься широким спектром деятельности, включая займы, выпуски азиатских облигаций и арбитраж.

В Сингапуре действуют десятки иностранных банков, из которых $\frac{2}{3}$ являются оффшорными. Деятельность иностранных банков, их участие в международной системе платежей через межбанковские переводы стимулируют оффшорную банковскую деятельность Сингапура. Приток средств в азиатский регион с целью инвестирования осуществляется из Лондона, Нью-Йорка, Японии, Ближнего Востока. Например, фирма *Sony* в конце 1980-х гг. переместила в Сингапур значительные средства для осуществления инвестиций из-за повышения курса иены и высокой стоимости рабочей силы в Японии.

Приток капитала способствует снижению цены кредитов в Сингапуре, который специализируется на оптовых оффшорных банковских операциях, Гонконг — на розничном кредитовании, в частности, торговли. В сингапурском финансовом центре существует возможность для свопового арбитража между секторами денежного рынка сингапурского доллара и азиатского евродоллара. Сингапурский оффшорный банковский рынок успешно действовал до 1997 г., чему способствовало внутреннее благополучие и процветание в соседних странах. Появление оффшорного банковского рынка в Токио не поколебало положение сингапурского оффшорного рынка, так как они ориентируются на разные сегменты рынка.

Гонконг всегда был важнейшим пунктом колониальной и международной торговли Великобритании и главными воротами внешнеэкономических связей КНР с развитыми странами. Он долго оставался региональным финансовым центром с высокоразвитым рынком золота, валюты, с четко выраженной спекулятивной направленностью совершаемых операций. Гонконг всегда принадлежал к системе свободного предпринимательства, где отсутствуют налоги на импорт, подоходный налог на доходы по депозитам, а также контроль над валютой и движением капитала, что обеспечивает кредитование нерезидентов в иностранной валюте. Либеральное регулирование банковской деятельности, наличие иностранных банков позволяют Гонконгу осуществлять множество банковских услуг, в том числе предоставление синдицированных банковских кредитов, операции с коммерческими бумагами и депозитными сертификатами.

Карибские оффшорные рынки включают Багамы, Каймановы острова, Нидерландские Антильские острова и Панаму. На Багамах и Каймановых островах действуют в основном американские банки, которые хранят свои активы в долларах. Оффшорные центры Антильских островов специализируются на сделках с еврооблигациями. Каймановы острова находятся под юрисдикцией Великобритании, там отсутствуют налоги, сохраняется секретность вкладов.

Выводы

1. Евровалютой является любая свободно конвертируемая валюта, депонированная в банке за пределами страны происхождения.
2. В евровалютных транзакциях всегда используется валюта, которая является иностранной по крайней мере для одного из партнеров, и одним из участников сделки всегда бывает банк; другим участником может быть другой банк или центральный банк, правительство, крупная корпорация.
3. Межбанковский евровалютный рынок организован как международный внебиржевой рынок, доступ на который открыт только для высокочастотных институтов; минимальный размер сделки составляет 1 млн долл.
4. Евровалютный рынок находится вне юрисдикции национальных властей, процентные ставки определяются простым спросом/предложением. Будучи оптовым, нерегулируемым рынком, евровалютный рынок может предлагать привлекательные ставки и определенные услуги, которые недоступны внутренним рынкам.
5. Процентные ставки евровалютного рынка близки к ставкам внутреннего рынка по данной валюте. Различия проистекают из контроля, или сопровождающих рисков, или того и другого.
6. Основным источником средств **евробанков**, которые действуют в международных финансовых и в оффшорных банковских центрах, являются непередаваемые срочные депозиты.

Термины и понятия

Евровалюта; евровалютный рынок; евробанк; срочный евродепозит; евродепозитный сертификат; спрэд; чистый объем евровалютного рынка; валовой объем евровалютного рынка; оффшорные банковские центры.

Вопросы и задания для самопроверки

1. Каким образом национальные валюты становятся евровалютами и чем они отличаются от внутренних и иностранных валют?
2. Дайте определение евробанка.
3. Что такое евровалютный рынок и каковы его отличия от валютного рынка?
4. Какова мотивация участников евровалютного рынка?
5. Каково отличие срочного евродепозита от депозитов межбанковского валютного рынка?
6. Как рассчитываются ставки Либор и Пибор?
7. Объясните следующую информацию: 1 месяц долл.: $5 \frac{13}{16} - 5 \frac{15}{16}$; 3 месяца евро: $9 \frac{1}{4} - 9 \frac{3}{4}$ Д; 1 год ф. ст.: 10 % - Ю $\frac{13}{16}$ -
8. Какие факторы способствовали возрождению и развитию евровалютного рынка после Второй мировой войны?
9. Каковы особенности евробизнеса на территории США, Японии, Великобритании?

10. Что показывает валовой/чистый объем евровалютного рынка?
11. Каковы функции евробанков и в чем заключаются конкурентные преимущества евробанковского бизнеса?
12. Назовите основные центры евробанковской деятельности и их особенности.

Литература

1. Горбунов А. Р. Оффшорный бизнес и создание компании за рубежом. - М.: Анкил; ИНФРА-М, 1995.
2. Шмелев В. В. Рынок евровалют — ключевое звено международной валютно-финансовой системы//Деньги и кредит, 2001. — № 3.
3. Ушаков Д. Л. Оффшорные зоны в практике российских налогоплательщиков. - М.: Юристъ, 1999.
4. Энг М. В., Лис Ф. А., Мауер Л. Дж. Мировые финансы. — М.: ДеКА, 1998.
5. IMF. International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues. - Wash., September 2000. - P. 6-8.

Глава 7

Международные банковские кредиты и займы

Изучаются система и механизмы международного банковского кредитования и заимствования, роль банков в международном кредитовании, организация международной банковской системы. Рассматриваются национальные особенности международного банковского кредитования США и других развитых стран, а также ограничения и риски в кредитовании нерезидентов. Изучаются синдицированные еврокредиты, их преимущества, организация предоставления клиентам, типы еврокредитов и их стоимость, динамика и масштабы синдицированного кредитования в евровалютах.

7.1. Иностраннный банковский кредит

7.1.1. Роль банков в международном частном кредитовании

Международное частное кредитование осуществляется двумя способами: посредством предоставления банковских кредитов нерезидентам и покупки долговых ценных бумаг нерезидентами на иностранных, евровалютных и внутренних рынках. Банковское кредитование остается преобладающим способом международного частного кредитования, несмотря на то что в последние 10-15 лет темпы увеличения выпусков международных долговых ценных бумаг превысили темпы международного банковского кредитования.

В 1999 г. годовой выпуск международных долговых ценных бумаг возрос до 1005,6 млрд долл., увеличившись с 1994 г. в 2,8 раза; предоставление синдицированных кредитов расширилось за эти же годы в 2 раза и составило 1025,9 млрд долл. В 1999 г. обязательства банков в иностранных валютах в совокупности составили 6,1 трлн долл., объем международных кредитов, выданных внутренними банками развитых стран, — 5,3 трлн долл. (декабрь 2000 г.); объем международных долговых ценных бумаг равнялся 5,1 трлн долл.

Важным показателем соотношения двух основных способов международного частного кредитования/заимствования могут служить данные по международным обязательствам/активам. В 2001 г. обязательства развитых стран по международным банковским заимствованиям составили 7,2 трлн долл., их активы равнялись 6,0 трлн долл. Международные обязательства этих стран по долговым ценным бумагам составили 6,7 трлн долл., активы — 4,7 трлн долл. Приведенные данные показывают, что развитые страны в совокупности являются чистым международным должником как по банковским кредитам, так и по долговым ценным бумагам.

Международное банковское кредитование может осуществляться в иностранных для заемщика валютах и в евровалютах как отдельными банками (материнскими

банками или их подразделениями), так и банковскими синдикатами. Отдельные банки обычно кредитуют внешнюю торговлю и малые объемы заимствований с целью инвестирования, а также отдельных частных заемщиков из развивающихся стран. Крупных официальных и корпоративных заемщиков, как правило, кредитуют синдикаты евробанков.

Передача средств международному заемщику может осуществляться посредством предоставления кредитов местными банками в местной валюте, которая является иностранной по отношению к заемщику; посредством кредитования заемщиков зарубежными подразделениями банков в валютах страны происхождения банков и в местных валютах стран размещения банков; посредством кредитования евробанками, размещенными в международных финансовых и в оффшорных банковских центрах.

7.1.2. Организация международной банковской системы

Международная банковская система уходит своими корнями в национальные банковские системы, в которые входят внутренние банки и их зарубежные подразделения. Банковские институты связаны между собой национальными средствами связи, и транзакции между ними осуществляются на основе национальной клиринговой системы. Кроме операций с внутренними финансовыми институтами банки имеют дело с иностранными финансовыми институтами, и для этого используются посредники. Осуществление банками транзакций опирается на хорошо развитую систему коммуникаций и финансового сотрудничества. Финансовое банковское сотрудничество осуществляется через соглашения с банками-корреспондентами или через аффилированные подразделения банков: представительства, агентства, зарубежные отделения, дочерние компании банков.

Наиболее распространенная форма посредничества основана на соглашении банка-клиента с банком-корреспондентом. Основная функция международной корреспондентской банковской системы заключается в переводе средств за рубежом, но возможны и предоставление займов, установление деловых контактов, оказание консультативных услуг. Для этой цели банк-клиент имеет в корреспондентском банке беспроцентный счет до востребования и выплачивает ему гонорар за услуги. Многие небольшие банки имеют своих корреспондентов во всех странах, где они делают бизнес.

Крупные банки имеют корреспондентские соглашения в тех странах, где у них нет своих учреждений. Банки-корреспонденты обслуживают всех клиентов на равных, не оказывая особых преимуществ, что не всегда устраивает крупные банки. Корреспондентские отношения между банками разных стран обеспечивают предоставление необходимых международных банковских услуг. К их числу относятся акцептование тратт, оплата аккредитивов, предоставление информации о кредитах, прием платежей и осуществление выплат, а также инвестирование средств в финансовые инструменты международных денежных рынков, участие в синдицированном кредитовании.

Для предоставления более разнообразных услуг высокого уровня банки создают свои представительства или агентства, отделения или дочерние компании в других государствах. *Представительства* (офисы представителей) банков обеспечивают их формальное присутствие на зарубежных рынках. Эти представитель-

ства исполняют роль наблюдателей, их задача состоит в сборе и передаче информации о местном бизнесе и рынках. Они устанавливают финансовые контакты с местными структурами, развивают коммерческие связи в интересах своих клиентов, предлагают им помощь в отношениях с местными органами власти, консультируют по законодательным вопросам. Они также полезны в передаче услуг местного банка-корреспондента.

Помимо представительств банки создают свои отделения или филиалы (*branches*) в других странах. Зарубежные отделения представляют собой подразделения головного банка в иностранном государстве. Они имеют собственный расчетный счет для активов и обязательств, но юридически являются частью головного банка. Зарубежные отделения несут основную нагрузку по проведению международных операций. Кредиторы отделений имеют право на удовлетворение своих требований за счет активов всего банка в целом, а кредиторы головного банка — за счет активов филиалов. Клиенты отделений могут получить весь набор услуг, который предоставляет головной банк. Размер ссуд определяется возможностями отделения и головного банка.

Деятельность отделений иностранных банков регулируется законами страны происхождения и страны нахождения. Они являются частью материнского банка, пользуются ограниченной самостоятельностью, обычно не имеют акционерного капитала, результаты их деятельности включаются в общий баланс банка. Отделения могут предлагать те же услуги, что и местные банки; они подчиняются тем же нормам регулирования, но в некоторых странах сохраняются ограничения на их депонентскую деятельность. Сеть зарубежных отделений быстро развивается вместе с расширением международной банковской деятельности.

Многие страны имеют по крайней мере один-два банка с сетью отделений во всех основных финансовых центрах. Развитие зарубежных отделений связано прежде всего с тем, что бизнес становится все более глобальным. Ни одна компания, даже среднего уровня, не может быть изолирована от иностранных поставщиков и потребителей. Большая часть деятельности многих крупных компаний осуществляется за рубежом, а не в стране происхождения. Создание зарубежных банковских отделений является способом удержания своих клиентов, которых в противном случае можно и потерять.

Зарубежные банковские отделения обеспечивают доступ к иностранным денежным рынкам, что очень важно для многих банков, нуждающихся в средствах во многих валютах. Это позволяет осуществлять такие инвестиции, которые невозможны на внутреннем рынке. Географическая диверсификация банковской деятельности позволяет диверсифицировать и потоки наличности. Замедление экономического роста в Японии может сопровождаться экономическим подъемом в ЕС или в США. Во многих странах сохраняются ограничения на деятельность иностранных банковских отделений с целью защиты местных банков от агрессивной конкуренции.

Кроме отделений банки создают свои дочерние компании (*subsidiaries*). Дочерней компанией банка считается компания с участием в капитале и долей в общей прибыли банка более 5 %; руководство дочерней компанией назначается материнской компанией. Дочерние компании банка являются полной или преобладающей собственностью головного (материнского) банка, который владеет контрольным

пакетом акций дочерних банков (свыше 50 %). Баланс дочернего банка обычно включается в баланс материнского банка на консолидированной основе. Отделения и дочерние компании позволяют банкам распространять свое присутствие и предлагать широкий набор международных услуг клиентам своих стран и резидентам стран нахождения этих подразделений.

Создание зарубежных отделений и дочерних компаний — это очень трудное и дорогостоящее мероприятие. В связи с этим многие банки стремятся выйти на зарубежные рынки посредством слияний с местными банками или их приобретений. Это значительно упрощает задачу, поскольку местный банк уже имеет депозитную базу, работающую команду менеджеров, которые хорошо знают традиции и культуру своей страны, а также обладают широкой клиентурой. Однако слияния и приобретения тоже обходятся недешево и не всегда дают желаемые результаты, а иногда и заканчиваются полным провалом, что грозит не потерей только средств, но и репутации.

Международные банки создали оффшорную сеть транзакций, которая не регулируется национальными властями. При осуществлении транзакций используются как национальные, так и международные коммуникационные системы и клиринговые механизмы. Операции осуществляются из международных финансовых центров с развитыми внутренними финансовыми системами, такими как Лондон, Париж или Нью-Йорк, а также из оффшорных банковских (Соломоновы острова, Сингапур и др.) с относительно небольшими внутренними финансовыми системами, которые специализируются на международных транзакциях.

Средства связи и информации достигли такого уровня, что географическая удаленность не имеет существенного значения. Хорошо развитая система корреспондентских соглашений, физическое присутствие в форме представительств, агентств, отделений и дочерних компаний банков обеспечивают эффективное использование коммуникаций. В результате сложилась высокоинтегрированная система, в которой зачастую трудно определить, где начинается один рынок и заканчивается другой.

7.1.3. Национальные особенности международного банковского кредитования США и других развитых стран

США занимают сильные позиции на рынке международных банковских кредитов, хотя и уступают первенство Великобритании по объему международных банковских обязательств и требований. В 2001 г. банковские обязательства США перед нерезидентами составили 1421 млрд долл., требования — 1417 млрд долл., соответствующие показатели для Великобритании были — 1888 и 1641 млрд долл. В отличие от стран Западной Европы и Японии, где в качестве источника кредитования/заимствования и способа сбережений преобладают банки, в США наиболее развиты рынки ценных бумаг, а доля банков неуклонно снижается.

Сумма банковских депозитов в еврозоне составила в 1998 г. 84 % ВВП, в Японии — 99 % ВВП, в США — 55 % ВВП. Динамика структуры активов населения отражает тенденцию снижения роли банков в США. Роль американского населения в экономике весьма значительна, его доля в собственности корпораций составляет около 50 %, в Японии соответственно — 20 %, в европейских странах — 15 %.

С 1980 по 2000 г. доля банковских депозитов и наличных денег в структуре активов американского населения снизилась с 33 до 13 %, доля облигаций составила 7,5 и 7,0 %, акций — 20,7 и 32,1 % соответственно.

В первые послевоенные десятилетия международное банковское кредитование осуществляли в основном американские банки. Расширение международной деятельности банков США было связано прежде всего с зарубежной экспансией американских компаний. Зарубежные отделения и филиалы американских корпораций, сохраняя устойчивые связи со своими банками в США, требовали предоставления услуг, которые лучше всего могли быть оказаны на месте. Поэтому крупные американские банки стали создавать сеть зарубежных подразделений, опираясь на соответствующее законодательство.

Американское законодательство защищает национальные интересы на рынке как кредиторов, так и заемщиков. Закон США о Федеральной резервной системе (ФРС) 1913 г. разрешил федеральным банкам открывать филиалы за пределами США. Поправка 1916 г. к Закону о ФРС позволила национальным банкам образовывать договорные компании. Закон Эджа 1919 г. разрешил учреждение банковских компаний, которые могли участвовать в международных банковских операциях и приобретать акции иностранных финансовых институтов.

В 1966 г. американские банки получили право приобретать акции зарубежных банков. Поправка 1970 г. к Закону о банковской холдинговой компании создала основу для международной деятельности такой компании. Закон 1981 г. разрешил американским банкам создавать международные банковские агентства (*International Banking Facilities, IBFs*) с правом на евровалютные операции с нерезидентами. Закон 1983 г. о надзоре за предоставлением международных кредитов (*International Lending Supervision Act*) обязал коммерческие банки предоставлять необходимую информацию о выдаваемых кредитах и определил процедуру решения вопросов по проблемным ссудам.

Расширение зарубежной деятельности американских банков стимулировалось и ограничениями их деятельности на территории США. В 1964–1965 гг. американское правительство приняло программу ограничения вывоза капитала в связи с обострением дефицита платежного баланса. Федеральная программа контроля за движением капитала включала Программу прямых иностранных инвестиций, Программу выравнивания налогов на процентные доходы и Программу добровольного ограничения предоставления зарубежных кредитов. В результате американские компании при осуществлении своих внешних инвестиций были вынуждены все более обращаться не к отечественным, а к зарубежным источникам капитала.

Существовали и другие особенности внутреннего законодательства США, которые стимулировали рост зарубежной активности американских банков. В частности, Правило «Q» запрещало банкам устанавливать ставки по депозитам выше определенного предела, платить процент по вкладам до востребования и со сроком менее 30 дней. В результате значительные средства населения стали направляться на приобретение более доходных финансовых инструментов. Для компенсации оттока средств с депозитных счетов в США американские банки стали активнее развивать свои зарубежные отделения, ставки по депозитам которых не ограничивались. Средства, привлеченные на депозиты зарубежных отделений, переводились затем в США и использовались материнскими банками.

Для предоставления международных банковских услуг своим клиентам банки США образуют различные специальные подразделения в других странах. Это банки-корреспонденты, отделения, компании, создаваемые в соответствии с Законом Эджа, банковские консорциумы, международные банковские агентства. Корреспондентская банковская деятельность возникла в США как результат запрещения банковской деятельности между штатами для обслуживания крупных компаний, для облегчения доступа клиентам к межштатным банковским услугам. Банки, работающие в различных штатах, стали заключать между собой соответствующие договоры, а некоторые банки подписали аналогичные договоры и с зарубежными банками-корреспондентами.

Все крупнейшие банки США имеют отделения в оффшорных банковских центрах, которые помогают им избежать чрезмерного налогообложения и государственного вмешательства. Акционерные общества, созданные в соответствии с Законом Эджа, являются особыми дочерними компаниями американских банков. Они создаются для того, чтобы банки имели возможность вести международную банковскую и финансовую деятельность, запрещенную им в соответствии с законами США. Эти акционерные общества являются особыми дочерними банками, которые имеют разрешение федеральных структур на приобретение акций в иностранных банках.

Зарубежные дочерние банки регистрируются в качестве юридического лица в стране пребывания. Они полностью или частично принадлежат находящемуся в США головному банку, банковской холдинговой компании или компании, учрежденной в соответствии с Законом Эджа, и ими управляются. Зарубежные дочерние банки являются субъектом банковского регулирования страны нахождения; на них не распространяются правила, применяемые к иностранным банкам. Часто такими банками становятся местные банки, купленные иностранным банком, поэтому персонал в основном местный.

Международные банковские агентства (*International Banking Facilities — IBFs*) функционируют с 1981 г. Они создаются депозитными институтами, учрежденными в США, американскими филиалами иностранных банков и др. Депозиты принимаются от нерезидентов США или от других *IBFs* в размере не менее 100 тыс. долл. на срок не менее 48 часов. Эти депозиты могут не учитываться при определении резервных требований и иметь процентную ставку, определяемую финансовыми рынками. Средства на депозитах не используются в США, а направляются на предоставление международных ссуд.

Особая роль США и доллара в мировой экономике и в международных финансах определяет специфику американского кредитования. Она состоит в том, что операции банковских отделений по зарубежному кредитованию осуществляются в долларах США, в результате чего валютный риск переносится на заемщика. Большая часть кредитных операций материнских (головных) банков осуществляется на межбанковском рынке с участием зарубежных банков, многие из которых не являются отделениями американских банков. Прямые банковские кредиты предоставляются в основном странам развивающимся, а в последние годы — и странам с переходной экономикой.

В зарубежном кредитовании США преобладают краткосрочные банковские ссуды, основными получателями которых являются ТНК европейских и других

развитых стран. Американские банки кредитуют крупные закупки дорогостоящего оборудования, предоставляют кредиты для рефинансирования корпоративных долгов, процентных свопов и слияний. Получателями долгосрочных кредитов являются прежде всего развивающиеся страны, кредиты которым имеют различные целевые назначения.

Крупные банковские кредиты развивающимся странам связаны с проблемой погашения правительственных внешних долгов и финансированием программ финансовой стабилизации и структурных преобразований. Американские банки предоставляют кредиты развития государственным промышленным предприятиям, банкам развития и другим финансовым институтам развивающихся стран с аналогичными функциями. Они также активно кредитуют частный сектор в развивающихся странах, предоставляя коммерческие кредиты банкам и экспортерам, а также корпоративным заемщикам.

В США банковская деятельность традиционно строго регулировалась. В частности, существовало разграничение между банковской деятельностью и другими видами бизнеса с целью поддержания устойчивости банковской системы и предотвращения чрезмерной концентрации экономического могущества. Многие внутренние законодательные ограничения распространялись и на международные операции американских банков. Тем не менее, стремясь повысить конкурентоспособность своих банков на международных рынках, правительство США всегда разрешало банкам заниматься за границей более разнообразными видами деятельности, чем в собственной стране.

Так сформировались два способа международного банковского кредитования: через внутренние материнские банки и через их зарубежные подразделения. Между двумя способами международного кредитования имеются качественные отличия. Эти отличия определяются тем, что внутренние банки осуществляют операции в местной валюте, они подлежат юрисдикции страны, и их деятельность регулируется центральными и местными органами власти. Деятельность зарубежных подразделений банков относительно независима от законодательства и регулирования страны происхождения. В связи с этим зарубежные банки пользуются большими возможностями по сравнению с внутренними банками.

Например, за границей американские банки могут проводить гарантированное размещение ценных бумаг и делать ограниченные инвестиции в акционерный капитал некоторых компаний нефинансового профиля, что запрещено в США. Зарубежные аффилированные подразделения банков могут организовывать синдикаты для предоставления среднесрочных евровалютных займов. Кредиты и ссуды, зарегистрированные через зарубежные подразделения банков, более диверсифицированы. Зарубежные подразделения банков принимают депозиты в евровалютах и в валюте страны размещения банка. Они предоставляют евровалютные кредиты заинтересованным заемщикам и кредиты в местной валюте резидентам страны расположения зарубежного подразделения банка.

Например, американские банки, находящиеся в Париже, принимают депозиты и предоставляют кредиты в евродолларах и в евро. В связи с введением евро на территории 12 стран эти банки получили возможность расширить свою деятельность в единой валюте евро на всей территории еврозоны. Однако в отношении зарубежной деятельности американских банков действовали некоторые

ограничения. В частности, зарубежным отделениям американских банков долго не разрешалось владеть контрольными пакетами акций нефинансовых компаний в связи с разграничением между банковской и коммерческой деятельностью по Закону Гласса-Стигалла.

В 1987 г. требования этого закона были несколько смягчены, и банки получили право приобретать контрольные пакеты акций иностранных нефинансовых компаний, продаваемых в рамках осуществления программ приватизации. Афилированные предприятия, в которых американским банкам позволено иметь неконтрольные пакеты акций, относятся преимущественно к финансовым компаниям. Американские инвестиции в иностранные компании жестко контролируются.

Иностранные банки совершают свои операции на территории США более 100 лет. До Второй мировой войны иностранные банки открывали свои отделения в США для упрощения проведения торговых сделок и перемещения долгосрочных инвестиций. После войны появились новые мотивы в связи с подъемом американской экономики и долларом в качестве мировой валюты. Иностранные банки шли на американский рынок вслед за своими корпоративными клиентами.

Американские компании тоже способствовали открытию в США филиалов иностранных банков. Их контакты с местными банками в других странах делали целесообразным открытие филиалов в США для прямых контактов с материнскими компаниями. Они финансировали поставки в США полуфабрикатов, комплектующих деталей. Отсутствие контроля со стороны федеральных властей за деятельностью иностранных банков на правах отделения или агентства, на которые федеральное законодательство не распространялось, позволяло иностранным банкам создавать сети филиалов, охватывающие несколько штатов, что запрещалось американским банкам. Иностранные банки не обязаны были поддерживать уровень резервов, могли заниматься некоторыми видами небанковских операций,

Регулирование деятельности иностранных банков в США началось с 1978 г., когда был принят Закон о международной банковской деятельности, Закон 1978 г. позволил распространить федеральное законодательство на иностранные банки, действующие на территории США. В 1980 г. в соответствии с законом были расширены полномочия ФРС в плане установления резервных требований для иностранных банков. С 1991 г. действует закон об усилении надзора за деятельностью иностранных банков, который предоставил ФРС дополнительные полномочия по контролю над открытием и деятельностью иностранных банков.

В других западных странах банки долгое время пользовались более широкими полномочиями по ведению коммерческой деятельности, чем американские банки. Более того, во многих странах операции банков за рубежом долгое время вообще не контролировались. И только в 1988 г. было принято соглашение десяти государств о единых стандартах в отношении адекватности банковского капитала, разработанных Банком международных расчетов. Согласно данному документу, к концу 1992 г. все международные банки обязаны были иметь отношение капитала к активам не менее 8 %, причем не менее половины этой величины должно быть обеспечено за счет капитала первого уровня.

В системе международного банковского кредитования США, равно как и других развитых стран, периодически происходит перераспределение ролей между материнскими и зарубежными подразделениями банков. Это определяется поли*

тикой регулирования банковской деятельности, с одной стороны, и расширением зарубежных подразделений банков, с другой стороны, что стимулируется не только регулированием, но и расширением деятельности ТНК и другими факторами. Информация о трансграничных кредитах внутренних банков развитых стран приведена в табл. 7.1.

Таблица 7.1
Трансграничные кредиты внутренних банков развитых стран на 31 декабря 2000 г.¹

	США	Япония	Канале	Велико-британии	Еврозона	Германия
Всего трансграничных кредитов (<i>cross-border exposure</i>)	412,6	944,0	134,6	564,9	3282,4	1395,3
Развитым странам (млрд долл.)	277,4	690,3	103,0	392,1	2621,3	1140,3
Развивающимся странам (млрд долл.)	97,3	76,8	18,8	72,9	429,5	163,2
Общий объем кредитов, выданных внутренними банками (млрд долл.) ²	3800,7	4282,7	506,4	1777,9	8494,0	1582,7

В первые послевоенные десятилетия международное банковское кредитование осуществляли в основном материнские банки, операции зарубежных подразделений были минимальными. За 1975-1982 гг. увеличение депозитных средств за счет нефтедолларов расширило зарубежное кредитование со стороны американских банков в 5,4 раза и составило 314,4 млрд долл.; доля зарубежного кредитования поднялась до 16,9 % к общим банковским активам США. В структуре зарубежного кредитования американских банков преобладала Латинская Америка (55 %); доля Европы равнялась 20,4 %, Азии — 18,1 %, Африки — 1,5 %. Расширение зарубежного кредитования американскими банками было связано с увеличением платежей стран-импортеров нефти, с инфляцией, с расширением межгосударственных слияний и поглощений.

В 1980-1990-х гг. возросла значимость кредитования через внутренние банки в связи с либерализацией американского законодательства и возросшими потребностями развивающихся стран-должников. В первой половине 1990-х гг. доля внутренних банков в зарубежном кредитовании в объеме банковских требований США превысила 50 %. В конце 1990-х гг. число банков США, занимающихся международными операциями, сократилось почти до 110 за счет слияний, а количество зарубежных филиалов превысило 800; число банков, имеющих корреспондентские

¹ IMF, International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues. — Wash., August 2001. — P. 29.

² Данные 1999 г.

отношения с иностранными партнерами, исчислялось тысячами. К 1998 г. в распределении кредитов, выданных банками США иностранным заемщикам, произошли существенные сдвиги: страны Европы получили 53,8 %, Япония — 6,4 %, Канада — 3,9 %, Австралия и Новая Зеландия — 1,8 %, страны Латинской Америки — 21,8 %, Азии — 10,1 %, Африки — 1,2 %.

США не являются главным международным банковским кредитором. К началу 2001 г. внутренние банки ведущих развитых стран выдали прямых заграничных кредитов на общую сумму 4,8 трлн долл. Главным кредитором была Германия — 30 %, доля Японии составила около 20 %, Франции — 13 %, Великобритании — 12 %, США — менее 9 %. Международная банковская деятельность США отличается высокой концентрацией. Среди сотни банков США, осуществляющих международные финансовые операции, доминирующее положение занимают 10 крупнейших, в то время как свыше 30 банков имеют по одному заграничному отделению, расположенному в оффшорных фискальных оазисах.

В начале 2000-х гг. в связи с введением евро деятельность зарубежных подразделений банков США и других стран, не вошедших в еврозону, значительно расширилась, и их роль в международном кредитовании существенно возросла. Падение цен на акции повысило банковскую капитализацию в США и в Европе.

7.1.4. Ограничения и риски в банковском кредитовании нерезидентов

Основной доход банков от операций за рубежом образуется за счет предоставления кредитов зарубежными отделениями и дочерними банками. Ссуды, выдаваемые зарубежным клиентам, чаще всего среднесрочные, имеют плавающую процентную ставку, выдаются в любых СКВ, чаще в долларах. Большинство крупных международных кредитов являются необеспеченными, ибо они предоставляются правительствам либо крупным надежным компаниям посредством операций на рынке евровалют.

Действующие на этих рынках международные банки принимают срочные депозиты от небанковских инвесторов и используют эти средства для выдачи краткосрочных и среднесрочных ссуд. Заемные средства могут предоставляться в виде прямых ссуд либо с помощью межбанковского рынка одалживаться другим иностранным банкам. Размер ставки по ссудам зависит от кредитного рейтинга заемщика и составляет Либор плюс 0,1 - 1,5 %. Если ссуда продлевается, то процентная ставка будет определяться в соответствии со ставкой Либор в момент пролонгации.

Неотъемлемую часть зарубежного банковского кредитования составляют кредитный анализ, контроль, методы снижения рисков. Анализируются кредит, клиент-заемщик, государство-заемщик, валютный риск. Анализ включает ограничения по кредитам, предоставляемым индивидуальным заемщикам, определение кредитного рейтинга такого заемщика, применение кредитных ограничений в соответствии с его кредитоспособностью. В США, например, законодательно ограничивается кредит, предоставляемый одному заемщику, поэтому широко практикуется совокупные кредиты индивидуальным заемщикам. Бывают ограничения по совокупным кредитам, предоставляемым одной стране; существуют ограничения по объемам активов и пассивов, деноминированных в специфических валютах.

Существуют ограничения и по размеру кредита для каждого должностного лица банка, который он может выделить или дать разрешение на предоставление кредита. Зарубежные отделения подчиняются специальным ограничениям по объемам ссуд, овердрафтов и других видов кредитов, разрешенных по каждому отдельному счету. Эти отделения осуществляют централизованное ведение записей, удостоверяющих, что пассивы каждого заемщика в отделении и в головном банке не превышают согласованных кредитных пределов. Устанавливаются также ограничения по объему средств, которые зарубежное отделение может разместить на депозит в каждом конкретном банке или взять на валютную позицию на срок овернайт, т. е. до начала следующего рабочего дня.

Предельный размер кредита по стране включает в себя определение максимального уровня по совокупным кредитам, предоставленным заемщикам каждой отдельной страны. Такие ограничения обеспечивают, во-первых, национальную и региональную диверсификацию кредитного риска; во-вторых, облегчают предоставление банковских средств тем странам-заемщикам, где существуют наиболее благоприятные возможности для развития бизнеса; в-третьих, составляют неотъемлемую часть политики банка по управлению риском и его покрытию. Риски, связанные с предоставлением международных кредитов, включают риск неплатежа по ссуде (кредитный риск), региональный риск, валютный риск, организационный риск.

Кредитный риск — это риск невыплат, связанный с неспособностью или нежеланием заемщика осуществлять обслуживание кредита наличными средствами или другими активами. В международном кредитовании степень кредитного риска считается низкой в связи с тем, что большая часть требований зарубежных отделений американских банков к нерезидентам представляет собой требования к заемщикам с низким кредитным риском.

Это государственные заемщики, где, как считается, кредитный риск практически отсутствует, или другие зарубежные отделения банков США, что делает кредитный риск ничтожным. Заемщиками выступают также зарубежные банки, не являющиеся филиалами американских банков, но с низким кредитным риском. Большую часть кредитов получают корпоративные заемщики. В этом случае для минимизации кредитного риска банк-кредитор повышает процентную ставку, предпочитает выдавать кредиты лишь крупным иностранным корпорациям или при государственной гарантии частного заемщика.

Риск региональный связан с политическими и экономическими условиями в стране-заемщике. Угроза регионального риска существует в тех странах, где могут быть серьезно затруднены выплаты в твердой валюте по обслуживанию кредита. Региональный риск включает несколько элементов. Политический элемент регионального риска означает принятие правительством страны-заемщика решений и действий, которые могут приостановить валютные выплаты заемщика за рубеж. С экономической точки зрения региональный риск возникает в стране-заемщике в результате серьезного ухудшения состояния платежного баланса, возникновения дефицита иностранной валюты, в связи с чем своевременное обслуживание внешних обязательств становится невозможным.

По степени регионального риска существуют большие различия по странам, но вероятность ухудшения платежеспособности страны-заемщика существует всегда.

Разновидностью регионального риска является риск неплатежеспособности суверенного государства, который возникает при предоставлении кредитов правительствам и полугосударственным заемщикам, к каковым относятся организации с участием государственного капитала. По международным законам, иностранные правительства обладают суверенитетом и не могут преследоваться в судебном порядке; а собственность правительства и правительственных служб обладает иммунитетом против судебных процедур.

В анализе регионального риска выделяются следующие компоненты: оценка и прогнозирование регионального риска; установление предельного размера кредита по странам в зависимости от их ожидаемой платежеспособности; калькуляция цены кредита на основе оценок регионального риска. Результаты анализа регионального риска позволяют определить рейтинг риска и могут быть использованы для установления предельных размеров кредита стране-заемщику.

Валютный риск связан с возможностью существенного изменения курса валюты или с введением валютного контроля. Некоторые иностранные кредиты предоставляются в местных валютах, и, если курс валют снижается по отношению к доллару, то снижаются и выплаты по кредиту. Валютный контроль, который может быть введен в стране-заемщике с дефицитным платежным балансом, способен создать препятствия перемещению денежных средств через границу или затруднить конвертирование платежей по кредитам, рассчитываемых в национальных денежных единицах в доллары.

Банк может хеджировать данную кредитную операцию, если эта валюта торгуется на международных рынках. Головные банки США предоставляют кредиты в долларах, что переносит угрозу валютного риска на заемщика; зарубежные американские отделения — в местных и евровалютах, поэтому они стараются сохранить баланс активов/пассивов по конкретной валюте.

Органический риск означает ухудшение качества кредитов во всем секторе рынка по причине действия основных органических факторов. Его возникновение связано с изменениями рыночных условий и качества всего сектора финансового рынка. Банки стараются держать под контролем риск потенциальных убытков на обширных секторах рынка и в случае необходимости заменять кредитные услуги прямым кредитованием.

Мировой практикой отработаны способы снижения риска предоставления международных кредитов. Один из таких способов состоит в привлечении третьего участника кредитного соглашения, который способен разделить с банком-кредитором риск предоставления ссуды. Снижение риска может быть также обеспечено за счет страхования или иных гарантий возврата с третьей стороны. В качестве гаранта может быть привлечен зарубежный финансовый институт, который страхует заемщика. Помощь третьей стороны заключается в привлечении правительства или центрального банка страны-заемщика, которые согласны выплатить банку-кредитору номинал ссуды и сумму процентов в случае дефолта.

В качестве третьей стороны может быть привлечена Ассоциация по страхованию иностранных кредитов, в которую входят 50 американских страховых компаний. Страховка в этой Ассоциации позволяет снизить риск невыплат по ссуде на 90-95 %, а риск невозврата ссуды в результате политических изменений — на 100 %. При этом страховая премия составляет 0,5-1,0 % и больше в зависимости

от рейтинга заемщика. Возможна страховка и в американской правительственной Корпорации заграничных частных инвестиций (ОПИК), которая страхует от рисков начала военных действий, экспроприации и др.

Эффективным и распространенным способом снижения риска при зарубежном банковском кредитовании является перераспределение заемных средств между разными кредиторами и даже между разными странами, которые участвуют в совместном кредитовании одного заемщика. В этом случае каждый банк-кредитор рискует своей долей участия в совместном кредите с другими банками, т. е. кредитование осуществляется методом синдицирования.

Кроме того, международные банки, особенно после долгового кризиса 1980-х гг., осуществляют географическую диверсификацию портфеля ссуд, которая позволяет снизить риск неплатежеспособности заемщика. Они стремятся большую часть кредитов не предоставлять странам одного региона, особенно если эти страны подвержены дефолту. Однако в 1990-е гг. международные банки не смогли предотвратить валютно-финансовый кризис в ряде латиноамериканских стран, в азиатском регионе, в России, и некоторые из них понесли существенные потери.

7.2. Синдицированные еврокредиты

7.2.1. Преимущества синдицированного еврокредитования

На международном рынке преобладает синдицированное кредитование, осуществляемое объединением двух или более банков для совместного кредитования заемщика. Такой способ совместного кредитования удобен и кредиторам, и заемщикам. Заемщикам он позволяет получить крупный кредит, который не может быть получен у одного кредитора. Синдицирование позволяет банкам-кредиторам, независимо от их размера, участвовать в предоставлении займов, снизить риск и получить прибыль. Банковские синдикаты в основном обеспечивают кредиты в евровалюте.

Синдицированный рынок еврокредитов характеризуется высокой эффективностью и низкой стоимостью. На этом рынке краткосрочные евровалютные депозиты финансируют кредиты сравнительно большого размера и с более долгим сроком погашения, чем обычные международные кредиты. Синдицированное еврокредитование обладает рядом преимуществ по сравнению с другими способами финансирования. Рынок еврокредитов предлагает больше вариантов по процентным ставкам, чем рынок еврообондов.

Синдицирование обеспечивает доступ к международным финансам, позволяет диверсифицировать источники международного кредитования и получать крупные займы; оно обеспечивает скорость и гибкость кредитования. Многие инвесторы и заемщики, которые вообще не могут обращаться к другим международным источникам финансирования, получают доступ к международному инвестированию и заимствованию. Евробанковские депозиты являются наиболее предпочтительными для многих инвесторов, которые по тем или иным причинам не могут обращаться к другим способам инвестирования. Многие фирмы и институты столь мало известны и подвержены рискам, что они не могут обращаться ко многим сегментам международного финансового рынка в качестве заемщиков и реципиентов.

Институциональные инвесторы, которые доминируют на многих финансовых рынках, зачастую инвестируют в евробанки. Возможно они предпочли бы инвестировать в ценные бумаги с низким дефолтным риском, с широким и ликвидным вторичным рынком, но у них нет возможностей определить, насколько ценные бумаги многих фирм и институтов соответствуют этим требованиям. Такими возможностями располагают банки. Именно банки могут оценивать и управлять рисками, предлагать сроки, которые не могут быть предложены на Других сегментах международного финансового рынка.

Синдицированные евровалютные займы имеют размер от 50 млн до нескольких миллиардов долларов, но наиболее распространенной суммой является 200-500 млн долл. Синдицирование позволяет заемщикам получать большие суммы за одну операцию, что снижает стоимость займа. Кроме того, они не попадают в зависимость от одного кредитора. Более того, подписав соглашение с одним или несколькими банками, заемщик уверен в получении суммы на согласованных условиях.

Одно из наиболее привлекательных качеств евровалютного синдицированного кредита заключается в том, что он может быть мобилизован легко и быстро. На этом рынке нет очередности, как на евробондовом рынке, а документация проста и стандартизирована; вся процедура занимает 4-6 недель. Другим преимуществом евровалютного кредитования в сравнении с другими источниками финансирования является то, что условия кредита могут быть адаптированы к особым потребностям заемщика. Кредиты стэнд-бай, например, позволяют заемщикам мобилизовать большие суммы именно тогда, когда они в них нуждаются.

Если заемщики используют этот кредит, то они платят процент и комиссию так же, как при обычном кредитовании. Если они его не используют, то платят только комиссию и, возможно, небольшой гонорар. Такой способ финансирования особенно интересен заемщикам с доступом на другие сегменты международного финансового рынка, которые постоянно нуждаются в альтернативном финансировании и находят условия на других рынках менее благоприятными.

Кроме того, преимуществом евровалютного кредитования является стандартная статья в соглашении, которая позволяет погасить кредит в любое время без штрафных санкций. Большинство евровалютных кредитов предоставляются на 5-10 лет с небольшой маржей сверх трех- или шестимесячной процентной ставки, которая регулярно пересматривается. Гибкость процентных ставок по кредитам позволяет заемщикам получать средне- и долгосрочные капиталы с уплатой более низких краткосрочных процентных ставок.

7.2.2, Организация синдицированных еврокредитов

Синдицированный заем по существу представляет собой серию займов от различных банков, которые предоставляются одновременно общему заемщику. Участие в синдикате не порождает легальной общности банков-участников, которых может быть 100 и более. Однако внутри синдиката существует четкая иерархия, и каждый банк выполняет свою роль и несет свою меру ответственности. Лид-менеджер (*lead manager*) выполняет самую важную роль в организации кредита с начала до конца. Банков ранга лид-менеджера в настоящее время в мире около 30.

Лид-менеджер ответственен за согласование с заемщиком всех условий кредита, включая ставки, срок, гарантии и т. п. Он также ответственен за формирование синдиката и привлечение банков, желающих принять участие. Иногда синдикат может иметь двух или более лид-менеджеров, это обычно диктуется размером займа или стратегическими причинами финансового или коммерческого свойства. Желательно, чтобы лид-менеджеры были из разных стран. В группу менеджеров входят также со-менеджеры и просто менеджеры. Группа менеджеров подбирается очень тщательно, ибо от нее зависит успех займа.

Банки, входящие в группу менеджеров, должны быть достаточно крупными и широко известными. Они должны быть географически диверсифицированы, чтобы обеспечить широкое распространение займа. Хорошо, если в эту группу включается банк страны-заемщика. Это укрепляет отношения заемщика с внутренними банками и с местными властями. Другими важными требованиями к банку-менеджеру являются его лояльность и способность к финансовым, организационным или коммерческим инновациям, которые могут обеспечить наиболее благоприятные условия для заемщика.

Процедура организации займа заключается в следующем. Лид-менеджер составляет меморандум, который является сугубо конфиденциальным документом и содержит всю необходимую информацию о заемщике. Он рассылает меморандум по телексу определенным банкам, которых может заинтересовать подписка на заем. Чаще всего банки, которые приглашаются к участию в синдикате, бывают партнерами лид-менеджера. Опыт показывает, что синдикаты обычно сохраняются и взаимодействие между их участниками поддерживается. Для организации синдиката одного приглашения по телексу бывает недостаточно; обычно их бывает несколько. Первое приглашение по телексу направляется банкам, которые проявили интерес к займу и их требования могут быть приняты.

Второе приглашение по телексу направляется банкам, которые менее известны лид-менеджеру; их количество зависит от того, насколько хорошо рынок принимает заем. Когда лид-менеджер или группа менеджеров решает, что заем подготовлен, с каждым банком-андеррайтером (подписчиком) устанавливается контакт и подтверждается его участие. После того как синдикат окончательно сформирован, все детали улажены, контракт подписывается, заемщик получает доступ к деньгам. Через некоторое время после церемонии подписания в финансовой печати сообщается о завершении займа, указываются имя заемщика, некоторые условия выпуска, список менеджеров и подписчиков.

Так в один этап происходит выпуск большинства займов. Однако может быть и несколько этапов. Иногда группа менеджеров берет на себя всю подписку без участия других банков. Этот тип синдицирования известен как клубный. После завершения займа основная роль от лид-менеджера переходит к банку-агенту. Банк-агент, который часто является тем же самым лид-менеджером, служит посредником между заемщиком и синдикатом андеррайтеров. Его первые обязанности состоят в определении процентной ставки для каждого периода и мониторинге за выполнением условий займа, в том числе получение амортизации и ее распределение.

Одним из фундаментальных аспектов еврокредитования является выбор правовой системы и юрисдикции суда, где будет рассматриваться дело в случае

возникновения конфликта. Эти вопросы включаются в контракт. Трудность состоит в том, что участники — заемщик и кредиторы являются резидентами разных стран. Обычно выбирается английское право или право штата Нью-Йорк. Выбор юридической системы зависит и от кредитора, который стремится навязать систему своей страны, особенно если кредитором является государственная структура.

Франция, например, всегда старается навязать французское право при заключении еврокредитных соглашений. Это удастся в отношении развивающихся стран, но гораздо сложнее добиться принятия такого решения, когда партнером является развитая страна. Выбор юридической системы должен отвечать определенным критериям. Объективным критерием можно считать совпадение национальности права и банка-подписчика или совпадение страны валюты займа и права. По евродолларовым кредитам применяется право Нью-Йорка. После выбора юридической системы необходимо определиться с судом, который должен рассматривать дело.

Конфликты между участниками еврокредитования могут быть самыми разными, и все возможные случаи должны быть учтены в контракте. Некоторые нарушения обязательств по кредиту требуют вмешательства третьей стороны, чаще всего в лице правительства. Вмешательство может принимать различные формы: фискальные меры, кредитные ограничения, контроль над валютным курсом и т. п. Поводом для судебного разбирательства могут послужить искажение информации и невыполнение гарантий, данных заемщиком. В случае дефолта заемщик обязан соблюдать равенство больших и малых банков — участников синдиката. Все эти и другие вопросы должны получить отражение в специальном соглашении, где четко определены обязанности заемщика.

7.2.3. Типы и стоимость еврокредитов

При синдицированном кредитовании сделки могут быть максимально гибкими; графики погашения кредитов разнообразны; кредитование может осуществляться в различных формах: возобновляемые кредитные линии, позволяющие повторные заимствования, или обыкновенные срочные кредиты с жестким графиком погашения. На рынке синдицированных еврокредитов действует механизм реализации сделок, гарантирующий моментальный доступ заемщика к ликвидности. Получили распространение такие инструменты синдицированных кредитов, как резервные кредитные линии для эмиссии коммерческих бумаг, авансовые кредиты, консорсионные резервные аккредитивы и гарантии. Развитие финансирования торговли привело к распространению синдицированных коммерческих аккредитивов и различного рода банковских гарантий.

Существуют две основные категории евровалютных кредитов: срочные займы и револьверные (возобновляемые) кредиты. В обслуживании срочных займов можно выделить три периода. Во время первого периода, который длится около 2 лет, заемщик может увеличить размер займа. Увеличение осуществляется посредством простого извещения или внесения дополнений в контракт. Во время второго периода реализуются процентные и комиссионные платежи, при этом размер займа уже не подлежит изменению. Третий период — это погашение займа. Заем может быть выкуплен единовременно (пулевой платеж); погашение займа может проис-

ходить в несколько этапов. Большинство евровалютных займов могут быть погашены досрочно без штрафных санкций.

револьверный кредит не устанавливает четких этапов погашения и позволяет заемщику производить обслуживание кредита по его усмотрению. Такое повышение гибкости требует определенных расходов в форме выплаты гонорара. Этот гонорар выплачивается на неиспользованную часть кредита; его размер может существенно колебаться. Револьверные кредиты наиболее удобны заемщикам, имеющим выход на другие сегменты международного финансового рынка, которым может понадобиться переходный кредит между окончанием одного выпуска и началом другого.

Срочные и револьверные займы являются внебиржевыми и торгуются дилерами за пределами организованных бирж по телефону или по электронным средствам связи. Это позволяет приспособить условия займа к особым запросам заемщика. Инновации могут вноситься в контракт незамедлительно, ограничений нет. Например, заемщику может быть дано право продлить срок займа. Многовалютные займы позволяют получить заем в разных валютах, что особенно важно для управления рисками по обменным курсам. Сроки погашения займов тоже обладают гибкостью и могут быть изменены. Большинство еврозаймов имеют срок погашения 4–8 лет, но бывают и 20-летние.

Стоимость еврозаимствований складывается из процента и комиссионных платежей. По еврокредитам могут устанавливаться различные процентные ставки, которые определяются в процентах по отношению к согласованной базовой ставке. Например, процентная ставка по еврокредиту может быть $\text{Либор} + \frac{3}{8} \%$, где Либор является базовой ставкой, а $\frac{3}{8} \%$ — спред сверх ее. Базовая ставка является первым элементом процентной ставки по еврокредиту. В качестве базовой ставки используется и так называемая первая ставка. На американском внутреннем рынке первой ставкой выступает процентная ставка, которую предлагают коммерческие банки своим наиболее кредитоспособным клиентам.

Вариантность процентных ставок дает преимущества как кредиторам, так и клиентам. Это избавляет банки от риска, когда они предоставляют заемщикам доступ к средне- и долгосрочным средствам по краткосрочным ставкам. Недостаток вариантных ставок проявляется в том, что эти ставки делают заемщиков уязвимыми на грани дефолта, когда процентные ставки растут. В результате, перекладывая риск дефолта на заемщика, банки заменяют процентный риск растущим дефолтным риском. Например, заемщик заключает контракт при процентных ставках 8 %, а обслуживать кредит, возможно, ему придется по ставке 14–15 %.

Поскольку базовая ставка процента устанавливается рынком и меняется каждую минуту, способы ее подсчета оговариваются в контракте. С этой целью выбираются банки, чьи процентные ставки будут использоваться при расчетах. Когда наступает срок пересчета базовой ставки, банк-агент сообщает, процентные ставки какого дня и часа выбираются как расчетные. Большинство кредитных соглашений используют ставки последних двух дней перед началом нового процентного периода в тот час, когда наблюдался трейдинговый пик. Банк-агент подсчитывает новую базовую ставку как среднюю величину различных ставок отобранных банков в определенный день и час, зафиксированные в контракте. В кредитных

соглашениях обычно предусматривается немедленное приведение налогов в соответствие с процентной ставкой.

Вторым элементом определения процентной ставки по еврокредитам является спрэд над базовой ставкой. Например, процентная ставка по кредиту равна Либор + $\frac{3}{8}\%$. Спрэд ($\frac{3}{8}\%$) может быть зафиксирован на весь период кредита, или он может колебаться. Он, например, может быть зафиксирован на уровне $\frac{1}{2}\%$ на первые 3 года действия кредита, а затем может увеличиться до $\frac{3}{4}\%$ в последующие годы. Размер спрэда зависит от многих факторов, в том числе от рейтинга заемщика и риска, который он несет. Что касается суверенных (правительственных) заемщиков, то для них размер спрэда может определяться региональным риском или риском страны. Спрэд также зависит от рыночных условий в период переговоров по кредиту. На его размер влияют и срок займа, и валюта деноминации.

Второй фактор, формирующий цену еврокредита, — это комиссионные платежи, которые выплачивает заемщик. Комиссии поступают в двух формах: в виде разовой выплаты и периодических выплат. К разовым комиссионным относятся: комиссия за менеджмент, комиссия (гонорар) лид-менеджеру, комиссия за подписку, а также за участие. Комиссионные платежи или гонорар за менеджмент не включаются в контракт. Этот гонорар выплачивается после подписания кредитного соглашения. В свою очередь, лид-банк распределяет эту сумму между членами синдиката в соответствии с их ролью в организации и андеррайтинге кредита.

Лид-менеджер получает специальный гонорар за ту ответственность, которую он на себя взял по формированию и координации деятельности кредитного синдиката. Допустим, что гонорар лид-менеджера составляет $\frac{1}{8}\%$, кредит равен 250 млн долл. В этом случае лид-менеджер получит:

$$0,00125 \times 250\,000\,000 = 312\,500 \text{ долл.}$$

Гонорар за андеррайтинг выплачивается банкам — членам группы менеджеров в соответствии с тем, на какую часть кредита они подписались. Этот гонорар выплачивается в период между моментом получения банками мандата и моментом распределения кредита между другими банками — участниками синдиката. Предположим, что гонорар за подписку составляет $\frac{1}{8}\%$, со-менеджер подписался на 50 млн долл.; его комиссионные составят:

$$0,0025 \times 50\,000\,000 = 125\,000 \text{ долл.}$$

Гонорар за участие выплачивается банкам, подписавшимся на заем. Он возрастает вместе с увеличением объема подписки. Допустим, что этот гонорар равен $\frac{1}{4}\%$ для 3 и 6 млн долл., и он составляет $\frac{3}{8}\%$ для суммы свыше 6 млн долл. В этом случае банк, подписавшийся на 4 млн долл., получит:

$$0,0025 \times 4\,000\,000 = 10\,000 \text{ долл.};$$

банк, подписавшийся на 8 млн долл., получит:

$$0,00375 \times 8\,000\,000 = 30\,000 \text{ долл.}$$

Если после уплаты всех комиссионных и гонораров образуется остаток, группа менеджеров обычно присоединяет его к своей окончательной доле подписки. Периодические комиссионные подразделяются на комиссию за обязательство и гонорар банку-агенту. Комиссия за обязательство выплачивается периодически на неиспользованную часть кредита. Эта комиссия представляет собой вознаграждение кредитору за то, что он позволяет заемщику выкуп, т. е. фактически это премия за опцион. Агентский гонорар представляет собой фиксированную, ежегодно выплачиваемую сумму, которую получает банк-агент за пересмотр процентных ставок и их распределение между участвующими банками. В совокупности комиссионные выплаты могут составлять 0,50-1,25 % от номинальной суммы кредита.

7.2.4. Динамика и масштабы синдицированного еврокредитования

Рынок евровалютных синдицированных займов возник в конце 1960-х гг. Синдицированные еврозаймы вернули банки к их основной экономической роли, а именно — превращению краткосрочных ресурсов в долгосрочные активы. Банки предоставляют средне- и долгосрочные кредиты, принимая на депонент краткосрочные ресурсы. В результате конечный риск по процентным ставкам переходит к заемщикам, поскольку процентные ставки по кредитам подвергаются периодическому пересмотру в соответствии с экономической конъюнктурой. В начале 1974 г. рынок синдицированных еврокредитов пережил серьезное потрясение в связи с банкротством нью-йоркского и немецкого банков.

С конца 1974 г. и до 1981 г. рынок синдицированных еврокредитов был относительно стабильным. Синдицированное кредитование получило распространение в связи с возросшими потребностями в крупных заимствованиях, которые не мог обеспечить один банк. Рынок синдицированных еврокредитов расширился, в основном благодаря финансированию дефицитов платежных балансов развивающихся стран и некоторых развитых государств. На рынок еврокредитов выходили все новые и новые банки, их количество возросло, конкуренция обострилась и снизила маржу до минимума.

За 1972-1981 гг. годовой объем операций на рынке еврокредитов увеличился в 10,6 раза и составил 91,2 млрд долл.; среднегодовые темпы роста синдицированного еврокредитования в начале десятилетия составили 38 %, в 1977-1981 гг. — 30 %. Основными поставщиками средств были страны ОПЕК и институциональные инвесторы, заемщиками выступали импортеры нефти из развитых и развивающихся стран. Синдицированные кредиты суверенным заемщикам под общие обязательства с плавающей процентной ставкой и без обеспечения были основным инструментом притока капитала в развивающиеся страны.

В расширении своей деятельности в развивающихся странах банки руководствовались краткосрочными мотивами получения больших комиссионных и престижными соображениями принадлежности к еврокредитному синдицированию. Высокий спрос на иностранные ресурсы со стороны развивающихся стран и безотказность банков подняли процентные ставки выше 18-19 %. Все это привело к долговому кризису. Проблемы с обслуживанием внешних долгов начались в 1982 г. сначала в Польше, затем последовал финансовый дефолт в Мексике в том же году, потом в Бразилии, Аргентине и в большинстве других развивающихся

стран. Во время долгового кризиса уровень евробанковского кредитования снизился, а его основная часть обслуживала реструктуризацию непогашенных внешних долгов.

Рост кредитования на рынке еврокредитов породил самостоятельный организационный риск, который возник по следующим причинам.

1. Эскалация процентных плавающих ставок в 1977-1981 гг. вызвала шок на рынке, который многие заемщики в развивающихся странах не могли предусмотреть и не сумели от него оправиться.
2. Все больше заемщиков и кредиторов стали подвергаться риску, связанному с долгом и плавающими ставками. Доля долгов с плавающей ставкой возросла с 16 % в 1974 г. до 43 % в 1983 г. Это увеличение произошло в основном в странах Латинской Америки со средним уровнем развития, которые получали крупные займы из частных источников.
3. Мировой экономический спад 1981-1982 гг. привел к резкому снижению цен и доходов от экспорта.
4. Большая часть кредитов направлялась в страны-импортеры нефти, возможности которых погашать долги из-за роста цен на нефть резко уменьшились.
5. Концентрация синдицированных среднесрочных кредитов была слишком высокой среди заемщиков из развивающихся стран. В 1978-1981 гг. на долю 5 крупнейших заемщиков приходилось 53 % всех займов развивающихся стран.
6. Кредиторы столкнулись с большими трудностями в связи с увеличением средних размеров кредитов на синдицированном среднесрочном рынке евровалют, а также с ростом доли государственных заемщиков.

За 1982-1985 гг. синдицированное кредитование снизилось более чем в 2 раза; к 1987 г. рынок восстановился и достиг уровня 1981 г. Структура международных кредитных потоков ухудшилась — сократилась доля долгосрочных ценных бумаг и увеличилась доля краткосрочных заимствований. Поставщиками средств на рынок были небанковские организации США и Великобритании, основными заемщиками — японские корпорации и банки США (табл. 7.2).

В 1992-1997 гг. происходило масштабное неуклонное расширение синдицированного кредитования, которое возросло в 5,6 раз и составило более 1 трлн долл., что было обусловлено высоким спросом небанковских учреждений на финансирование слияний и поглощений компаний в Европе и США. Объем международных синдицированных кредитов в 1998 г. снизился на 21 % в связи с валютно-финансовым азиатским кризисом. С 1999 г. рынок начал восстанавливаться — прирост составил 6 % по сравнению с предыдущим годом. В 2000 г. объем рынка увеличился еще на 43 % и достиг 1465,7 млрд долл.

Основными заемщиками на этом рынке являются развитые страны. Их доля в совокупном кредитовании в 1972-1984 гг. равнялась 52 %, в 1988-1991 гг. — 84 %, в 1992-2000 гг. — почти 90 %. Совокупный объем выданных международных синдицированных кредитов за 1992-2000 гг. составил 7,0 трлн долл., из которых развитые страны получили 6,2 трлн долл. Развитые страны — чистые заемщики на этом рынке с чистой внешней задолженностью по балансу активов/обязательств, который в 1998 г. составил 420 млрд долл. Крупнейшим заемщиком на между-

народном рынке синдицированных кредитов являются США, которые за 1990-е гг. получили 60 % от общей суммы этих кредитов. Второй заемщик на этом рынке — Великобритания с долей за рассматриваемый период около 8 % от общей суммы выданных кредитов.

Таблица 7.2
Объявленные международные
синдицированные кредиты по странам-заемщикам в 1992-2000 гг.¹

Страны-заемщики	Объем международных синдицированных кредитов (млрд долл.)								
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Все страны	194,0	292,7	501,9	703,0	839,3	1080,6	905,3	1025,9	1465,7
Развитые страны	159,6	252,7	442,5	609,3	729,5	907,6	821,1	960,0	1332,1
В том числе:									
США	115,5	203,3	327,6	399,8	495,9	623,1	585,1	625,4	804,8
Япония	0,8	0,7	2,9	3,5	6,8	6,0	11,4	15,3	17,3
Германия	0,3	1,0	1,3	13,0	7,7	10,9	13,1	49,3	43,7
Франция	1,4	5,9	6,2	19,2	22,6	40,6	16,9	32,9	72,1
Италия	3,2	2,1	5,4	15,4	4,7	9,3	6,3	15,5	36,3
Великобритания	17,7	13,5	26,8	54,2	64,3	101,3	75,9	90,5	135,4
Канада	4,4	7,5	16,0	24,2	27,0	41,2	41,4	25,9	39,8
Развивающиеся страны:	34,4	40,0	59,4	93,7	109,8	173,0	84,2	65,9	133,6

Главными факторами крупных заимствований на международном рынке синдицированных кредитов в 1980-1990-е гг. были приватизация и финансирование трансграничных слияний и поглощений компаний. В 1999 г. объем финансирования таких сделок составил 720 млрд долл., увеличившись с 1987 г. в 7,2 раза. В 2000 г. активность на международном рынке синдицированных займов поднялась более чем на 40 % в связи с высоким спросом со стороны телекоммуникационного сектора. Синдицированные кредиты этому сектору утроились и составили 256 млрд долл. Рост заимствований со стороны европейских телекоммуникационных компаний во второй половине 2000 г. в основном принял форму промежуточного финансирования в виде краткосрочных кредитов (*bridge loans*). Сроки займов снизились с 6 лет в 1992 г. до 3 лет в 2000 г.

Выводы

1. Банковское кредитование остается важнейшим способом предоставления/получения международных заемных средств в иностранных и евровалютах,

несмотря на высокие темпы расширения выпуска долговых ценных бумаг и развитие секьюритизации.

2. Международное банковское кредитование осуществляется головными (материнскими) компаниями, их зарубежными банковскими подразделениями в валютах страны происхождения и в местных валютах, а также евробанками преимущественно в синдицированной форме.
3. Американская система международного банковского кредитования развивалась по мере расширения зарубежной деятельности американских ТНК и под воздействием американского ограничительного законодательства.
4. В связи с предоставлением международных банковских кредитов возникают риски кредитные, валютные, неплатежеспособности заемщика, которые снижаются посредством **привлечения** третьей стороны, обеспечивающей страхование или гарантии возврата, посредством долевого участия в синдицированных займах, диверсификации портфеля ссуд.
5. Синдицированные еврокредиты обеспечивают доступ и диверсификацию источников кредитования, быстрое предоставление крупных займов в виде срочных и револьверных кредитов, условия которых могут быть адаптированы к потребностям заемщика.
6. В еврокредитном контракте закрепляется выбор правовой системы и юрисдикции суда, где будет рассматриваться дело в случае возникновения конфликта.

Термины и понятия

Иностранный банковский кредит; синдицированный кредит; лид-менеджер; банк-андеррайтер; револьверный кредит.

Вопросы и задания для самопроверки

1. Назовите способы международного кредитования/заимствования и определите место банков в международном финансировании,
2. Какие банковские услуги могут предлагать банки-корреспонденты, зарубежные отделения банков и дочерние банки?
3. Какими способами осуществляется иностранное банковское кредитование?
4. Проанализируйте риски, связанные с предоставлением международных банковских кредитов.
5. В чем заключаются преимущества евровалютного кредитования для заемщиков и кредиторов?
6. Как организуется предоставление евровалютного синдицированного займа?
7. Из каких компонентов складывается цена еврокредита?
8. Как определяются процентные ставки по еврокредитам?
9. Каковы масштабы и динамика евровалютного синдицированного кредитования и какие факторы воздействуют на его развитие?
10. Определите место США на рынке синдицированных еврокредитов.

несмотря на высокие темпы расширения выпуска долговых пенных бумаг и развитие секьюритизации.

2. Международное банковское кредитование осуществляется головными (материнскими) компаниями, их зарубежными банковскими подразделениями в валютах страны происхождения и в местных валютах, а также евробанками преимущественно в синдицированной форме.
3. Американская система международного банковского кредитования развивалась по мере расширения зарубежной деятельности американских ТНК и под воздействием американского ограничительного законодательства.
4. В связи с предоставлением международных банковских кредитов возникают риски кредитные, валютные, неплатежеспособности заемщика, которые снижаются посредством привлечения третьей стороны, обеспечивающей страхование или гарантии возврата, посредством долевого участия в синдицированных займах, диверсификации портфеля ссуд.
5. Синдицированные еврокредиты обеспечивают доступ и диверсификацию источников кредитования, быстрое предоставление крупных займов в виде срочных и револьверных кредитов, условия которых могут быть адаптированы к потребностям заемщика.
6. В еврокредитном контракте закрепляется выбор правовой системы и юрисдикции суда, где будет рассматриваться дело в случае возникновения конфликта.

Термины и понятия

Иностраный банковский кредит; синдицированный кредит; лид-менеджер; баи к-андеррайтер; револьверный кредит.

Вопросы и задания для самопроверки

1. Назовите способы международного кредитования/заимствования и определите место банков в международном финансировании.
2. Какие банковские услуги могут предлагать банки-корреспонденты, зарубежные отделения банков и дочерние банки?
3. Какими способами осуществляется иностранное банковское кредитование?
4. Проанализируйте риски, связанные с предоставлением международных банковских кредитов.
5. В чем заключаются преимущества евровалютного кредитования для заемщиков и кредиторов?
6. Как организуется предоставление евровалютного синдицированного займа?
7. Из каких компонентов складывается цена еврокредита?
8. Как определяются процентные ставки по еврокредитам?
9. Каковы масштабы и динамика евровалютного синдицированного кредитования и какие факторы воздействуют на его развитие?
10. Определите место США на рынке синдицированных еврокредитов.

Литература

1. Кидуэлл Д. С, Петерсон Р. Л., Блэкуэлл Д. У. Финансовые институты, рынки и деньги. — СПб.: Питер, 2000.
2. Михайлов Д. М. Мировой финансовый рынок тенденции и инструменты. — М.: Экзамен, 2000.
3. Рудько-Силиванов В. В., Афанасьев А. А. Интернет-банкинг: состояние, проблемы, перспективы // Деньги и кредит, 2001. — № 8.
4. Харрис Дж. М. Международные финансы / Пер. с англ. — М., 1996.
5. Энз М. В., Лис Ф. А., Мауер Л. Дж. Мировые финансы. — М.: ДеКА, 1998.

Международный рынок долговых ценных бумаг

Изучается международный рынок долговых ценных бумаг, который является растущим источником иностранного кредитования и внешнего заимствования для правительственных и корпоративных структур, а также физических лиц. Рассматриваются инструменты краткосрочного и долгосрочного рынков долговых ценных бумаг, их эмитенты и кредиторы; процедура выпуска еврооблигаций; глобальные и международные рынки долговых ценных бумаг, особенности правительственных ценных бумаг и их роль на финансовых рынках, а также рынки США, Великобритании, еврозоны, Японии.

8.1. Долговые ценные бумаги: виды, эмитенты, инвесторы

8.1.1. Инструменты долгового денежного рынка

Долговые ценные бумаги являются ценными бумагами с фиксированным доходом. Они выпускаются на внутренних рынках в местных валютах, а также на международных рынках в иностранных или евровалютах. Их эмитентами выступают правительства, другие государственные учреждения, а также частные институты, включая корпорации, банки и т. п. Они бывают краткосрочными со сроком обращения до 1 года и долгосрочными со сроком обращения свыше 1 года, могут быть купонными или дисконтными. Краткосрочные денежные инструменты служат для временного размещения свободных средств и представляют собой ликвидные долговые обязательства денежного рынка.

Самым распространенным объектом вложения временно свободных краткосрочных средств являются *правительственные (казначейские) векселя*. Они представляют собой краткосрочные дисконтные инструменты без гарантированной процентной ставки, с доходом в размере разности между номиналом и ценой покупки. Они высоколиквидны, широко торгуются на вторичном рынке, часто используются в качестве залога для привлечения займов от других институтов посредством соглашений об обратном выкупе (РЕПО).

Ценные бумаги федеральных агентств представляют собой долговые обязательства, выпускаемые государственными агентствами, а также корпорациями, входящими в различные федеральные ассоциации и системы, в целях мобилизации денежных средств для осуществления программ федерального правительства по кредитованию, например, сельского хозяйства или жилищного строительства. Эти ценные бумаги не имеют гарантии правительства, но считаются высоколиквидными, надежными, обладают высокой доходностью. Они являются законным объектом инвестиций, принимаются в качестве обеспечения счетов,

налогов, ссуд коммерческих банков и гарантии депозитов государственных учреждений.

Краткосрочные муниципальные ноты используются администрациями регионов, штатов, областей и органов самоуправления для покрытия временных бюджетных дефицитов. Наиболее распространенными считаются налоговые ноты, выпускаемые под залог будущих налоговых поступлений, а также доходные краткосрочные ноты, выпускаемые для покрытия затрат на специальные проекты — строительство автомагистралей, мостов, аэропортов, под залог ожидаемых доходов от этих проектов. Получаемый кредиторами процентный доход, как правило, не подлежит федеральному налогообложению.

Коммерческие бумаги преобладают на мировом рынке краткосрочных долговых инструментов. Они представляют собой краткосрочные платежные необеспеченные обязательства, выпускаемые компаниями с высоким кредитным рейтингом для финансирования текущих расходов. Они могут быть простыми и переводными; их ликвидность зависит от рейтинга эмитента, обслуживание обходится дешевле банковских ссуд. Дилеры распространяют эти бумаги и поддерживают вторичный рынок. Крупные компании могут продавать свои бумаги методом прямого размещения. В США, Канаде, Финляндии основными эмитентами коммерческих бумаг выступают небанковские финансовые компании; в Швеции, Норвегии — учреждения ипотечного кредита; во Франции — преимущественно государственные компании; в Германии — приватизационные ведомства и почтовая служба.

Европейские коммерческие бумаги выпускаются на предъявителя в рамках действующей программы, представляющей собой единый пакет документации. На основании документации допускаются различные эмиссии сроком до 1 года и различные формы долговых бумаг: с дисконтом, процентные, индексированные и др. Они выпускаются в крупной номинации (250 тыс. долл.); обычно в необеспеченной форме; могут приносить процентный доход или эмитируются с дисконтом; на вторичном рынке котируются на основе доходности.

Американские коммерческие бумаги эмитируются под гарантию аккредитива или иного обеспечения на сумму до 100 млн долл., на срок до 180 дней; размещение осуществляется через дилеров; покупателями выступают коммерческие банки, инвестиционные, пенсионные и другие фонды. Эмиссии американских коммерческих бумаг служат источником международных финансовых ресурсов и создают конкурентные преимущества в предоставлении кредитных банковских продуктов приоритетным клиентам банка.

Евровекселя представляют собой краткосрочные денежные обязательства на предъявителя; являются формой среднесрочного кредитования при низком краткосрочном проценте. К краткосрочным долговым ценным бумагам относятся *И евро-ноты*, они высоколиквидны, торгуются на вторичном рынке.

Депозитные сертификаты представляют собой письменные свидетельства банков о депонировании денежных средств, удостоверяющие право на получение вклада и процентов по прошествии заранее определенного времени. Они являются векселем/дубликатом банковского депозита и могут быть предметом купли/продажи. Срок погашения составляет 1-6 месяцев, номинал — от 100 тыс. до 10 млн долл.;

обычно они продаются со скидкой. До момента погашения сертификат может быть продан на вторичном рынке любое число раз.

Банковские акцепты представляют собой акцептованные переводные векселя, которые выписываются на банк и представляют собой приказ банку выплатить сумму предъявителю к определенной дате. Это срочная тратта, выставленная на коммерческий банк и акцептованная им, применяется при экспортно/импортных сделках.

8.1.2. Инструменты и эмитенты долгосрочного рынка долговых ценных бумаг

Долгосрочные долговые ценные бумаги способствуют взаимному удовлетворению интересов заемщиков и владельцев временно свободных средств, которые готовы предоставить их в качестве ссуд на срок более 1 года. На рынке долгосрочного капитала обращаются облигации в виде бондов, которые являются собственно облигациями, и ноты. Облигации (бонды) являются основным инструментом долгосрочного рынка; они выпускаются на предъявителя посредством разовой сделки. Ноты — это именные долговые ценные бумаги, выпускаемые под конкретного инвестора, обычно без обеспечения. Они отличаются от бондов более короткими сроками погашения, но очень часто в условия выпуска включается положение о возможном продлении срока погашения.

Вторичные рынки долгосрочного капитала позволяют покупать/продавать долговые ценные бумаги предыдущих выпусков. Главными участниками рынка долгосрочных капиталов являются брокеры, дилеры, гаранты размещения ценных бумаг (андеррайтеры), биржевые специалисты. Повышению эффективности работы рынка долгосрочного капитала способствуют рейтинговые агентства, компании, занимающиеся страхованием выпусков облигаций и предоставлением других гарантий, и фирмы, поставляющие текущую рыночную информацию.

Рейтинговые агентства занимаются оценкой надежности новых выпусков ценных бумаг, среди них наиболее авторитетными являются *Moody's Investor Service* и *Standard and Poor's Corporation (S&P)*. Для повышения привлекательности ценной бумаге с низким рейтингом эмитент устанавливает более высокую процентную ставку или приобретает гарантию фирмы с высоким рейтингом. Правила, которым должны следовать участники финансовых рынков при выпуске ценных бумаг и их продаже, определяются государственными учреждениями, а также частными организациями, включая биржи, профессиональные ассоциации, например биржевых дилеров и др.

Все облигации выпускаются с определенными гарантиями для инвестора в случае невыполнения обязательств эмитентом. Они различаются по эмитентам, по назначению, по способу выплаты дохода, по способу погашения, по способу обеспечения, по способу размещения, по валюте займа. Облигации бывают государственными и частными (корпоративными); целевыми и финансовыми; с фиксированной процентной ставкой, с плавающей процентной ставкой; с нулевым купоном, с премией, с дисконтом, с плавающей ставкой купона; с опционом, с варрантом; конвертируемые; без права досрочного отзыва эмитентом; с фондом погашения и др.

Частично выплаченные облигации эмитируются невыплаченной частью займа; продленные облигации имеют более чем одну дату погашения и дают право

держателю отсрочить дату погашения, ускорить возврат основной суммы. Бессрочные облигации без фиксации дня погашения выпускают банки с фиксированной процентной ставкой или с плавающей ставкой. Облигации могут быть обеспеченными и не обеспеченными («голыми»). Долговые обязательства могут быть обеспечены фиксированным имущественным залогом, т. е. они выпускаются под залог какого-либо определенного актива, ликвидного залога или под складную.

Обеспечением также могут служить другие облигации, которые уже гарантированы, например, правительственной организацией. Евробонды обеспечиваются пакетом залговых свидетельств, свидетельств об управлении собственностью. На рынке долгосрочных капиталов торгуются также кредитные обязательства, превращаемые в долговые ценные бумаги. Это обеспеченные активами ценные бумаги, возникающие в результате секьюритизации ипотечного и потребительского кредита, — ценные бумаги с гарантийным залогом под недвижимость, а также под стоимость активов, например кредитные карты, автомобильные бумаги и др.

По месту размещения облигации бывают внутренние и международные. Внутренние облигации размещаются на внутренних рынках в местной валюте; международные облигации размещаются на зарубежных рынках. Международные облигации подразделяются на евробонды и иностранные (или заграничные) бонды. Иностранные бонды размещаются **нерезидентами** на зарубежных рынках в местной валюте. Евробонды выпускают в валюте третьих стран, которая является иностранной и для эмитента, и для кредитора.

Облигации правительств и других учреждений государственного сектора (*public*) и частных компаний (*private*) являются основными инструментами рынка долговых ценных бумаг. Правительственные ценные бумаги не имеют риска дефолта, являются купонными бумагами и погашаются по номиналу. Государственные ноты имеют срок погашения 1-10 лет, государственные бонды (облигации) — свыше 10 лет. Новые выпуски долговых ценных бумаг продаются на аукционах, а уже существующие торгуются на вторичных рынках с помощью дилеров.

Долговые ценные бумаги местных органов власти выпускаются правительствами штатов, органами городского и местного самоуправления и освобождаются от федерального подоходного налога на купонный доход. Они представляют собой облигации (бонды) либо под общее обязательство, либо под доход от проекта. Бонды под общее обязательство обеспечиваются добросовестностью эмитента и его кредитоспособностью. Они обычно выпускаются для финансирования программ образования, здравоохранения и т. п.

Бонды под доход от реализации проекта выпускаются для финансирования строительства инфраструктурных объектов, университетских городков и т. п. Существуют и бонды под доход от промышленного проекта по разрешению местных властей; эти бонды не облагаются налогами на проценты. Эмитентов на рынке муниципальных бондов насчитывается великое множество; эти облигации размещаются через андеррайтеров, их покупают банки, страховые и другие компании, физические лица. Основной объем сделок с этими бондами осуществляется на внебиржевом рынке.

Корпоративные облигации (бонды) представляют собой документ, удостоверяющий факт задолженности и обязательство заемщика вернуть кредитору в установленные сроки сумму долга и периодически выплачивать ему проценты в соответствии с условиями контракта. Большинство корпоративных бондов являются срочными и имеют одну дату погашения. Они могут быть на предъявителя, и в этом случае к оплате предъявляется купон, или именными, когда эмитент сам перечисляет положенные суммы владельцу бондов. Купонные доходы облагаются налогом.

Корпоративные бонды бывают обеспеченными или не обеспеченными залогом, в качестве которого могут выступать различные активы. Многие бонды корпораций имеют специальные резервные фонды для выкупа или оговорку о праве досрочного выкупа. Корпоративные бонды торгуются на внутреннем и на международном рынках. Основными покупателями корпоративных бондов выступают компании страхования жизни и пенсионные фонды, которые имеют налоговые льготы и в соответствии с законом должны приобретать только ценные бумаги компаний с высоким рейтингом.

Первичные выпуски корпоративных бондов выводятся на рынок путем частного размещения, которое осуществляется без регистрации среди ограниченного числа крупных инвесторов, или открыто. При открытом размещении корпоративные бонды регистрируются и предлагаются всем заинтересованным покупателям. Открытое размещение бондов осуществляют банки и другие финансовые учреждения, которые выкупают их у эмитента, а затем продают физическим и юридическим лицам. Инвестиционный банк может приобретать новый выпуск бондов путем конкурентной покупки на открытом аукционе, предложив самые низкие издержки заимствования, либо путем заключения специального соглашения с эмитентом. Корпоративные бонды считаются рискованными и слаболиквидными ценными бумагами.

Вторичный рынок этих бондов функционирует в основном через дилеров, которые устанавливают большую разницу между ценой продавца и покупателя; корпоративные бонды торгуются и на фондовой бирже. Рынок корпоративных бондов значительно уступает другим корпоративным ценным бумагам по динамике и объему рынка. Этот рынок считается вялым; многие бонды имеют высокий риск дефолта, особенно бросовые. Бросовыми называют корпоративные бонды с низким рейтингом надежности. Они получили распространение с 1980-х гг., их выпускают фирмы на рынки прямых кредиторов, заменяя ими краткосрочные банковские ссуды. Спрос на бросовые бонды, которые приносят высокий доход, создавали в условиях экономического роста крупные институциональные инвесторы. Однако в 1990-х гг. случаи дефолтов по бросовым ценным бумагам участились, но они остались на рынке.

8.1.3. Инвесторы долгосрочного рынка долговых ценных бумаг

Инвесторы на рынке облигаций образуют три группы: физические лица (розничные инвесторы), корпоративные и институциональные инвесторы. Исторически сначала основными инвесторами в ценные бумаги были физические лица, затем их вытеснили банки и другие финансовые учреждения. К началу 1990-х гг. доминирующее положение на финансовых рынках заняли институциональные инвесто-

ры, затем в связи с развитием электронных средств информации, связи и торговли стало расширяться участие розничных инвесторов. Учреждения институциональных инвесторов получили наибольшее распространение в США, Великобритании и в других развитых странах.

Совокупные активы институциональных инвесторов развитых стран к концу 1990-х гг. составили около 130 % мирового ВВП. В структуре глобальных активов институциональных инвесторов преобладают (почти в равных долях) активы страховых компаний, пенсионных и инвестиционных фондов (в совокупности — 90 % в 1998 г.). Сбережения американских резидентов, размещенные в учреждениях институциональных инвесторов, доминируют в общей сумме сбережений развитых стран.

В объеме глобальных активов институциональных инвесторов доля США составила в 1998 г. 56 % (18,4 трлн долл.); в активах пенсионных фондов — почти 70 % (7,2 трлн долл.), инвестиционных фондов — 55 % (5,0 трлн долл.), страховых компаний — 37 % (3,7 трлн долл.). Развитые страны различаются по структуре институциональных инвесторов: в США, Австралии, Канаде, Испании, Нидерландах, Швейцарии наиболее предпочтительной формой сбережений являются пенсионные фонды; в Великобритании, Германии, Франции, Японии наибольшая часть средств размещена в страховых компаниях; в Италии и Франции преобладают вложения в инвестиционные фонды.

Институты коллективного инвестирования, основу которых составляют инвестиционные фонды, имеют различные формы и названия, но их главное назначение везде одинаково. Они аккумулируют сбережения широких слоев населения посредством выпуска собственных ценных бумаг в виде акций, сертификатов, паев долевого участия и т. п. Передают эти средства профессиональному управляющему, который управляет совокупным инвестиционным портфелем индивидуальных участников (акционеров), доверенное лицо или банк хранит активы инвестиционной компании и обслуживает ее счета.

Хедж-фонды по существу представляют собой инвестиционные компании или фонды, но в США по количеству инвесторов они не подпадают под законодательство, регулирующее деятельность инвестиционных фондов. Число инвесторов в хедж-фондах не превышает 100, это закрытый клуб богатых инвесторов с минимальным взносом от 100 тыс. до 5 млн долл. Ценные бумаги хедж-фонда продаются только состоятельным физическим лицам, имеющим инвестиции более 5 млн долл., или юридическим лицам, в том числе и университетам, имеющим вложения в ценные бумаги не менее 25 млн долл.

Хедж-фонды не имеют права на открытую подписку на свои ценные бумаги, они часто регистрируются в оффшорных зонах, требования раскрытия информации к хедж-фондам отсутствуют. Количество хедж-фондов оценивается в несколько тысяч, собственный капитал — 150-200 млрд долл., активы — 400 млрд долл. Распространены макрофонды, работающие на всех сегментах финансового рынка, например группа Дж. Сороса. Глобальные фонды специализируются на инвестициях в страны с формирующимися рынками или в определенные регионы. Хедж-фонды используют заемные средства, которые могут превышать собственный капитал в десятки раз. Они активно работают на рынке деривативов; это крупные рискованные игроки на рынке ценных бумаг.

8.2. Международные долговые ценные бумаги

8.2.1. Международный рынок облигаций

К международным облигациям относятся долговые ценные бумаги, выпущенные на зарубежных рынках нерезидентами. В структуре международных долговых ценных бумаг преобладают бонды, доля которых превышает 70 %, среднесрочные ноты — около 22 %, остальные — краткосрочные ценные бумаги. Международные долговые ценные бумаги выпускаются во всех свободно оборачиваемых национальных валютах (СКВ), которые выступают в качестве иностранных или оффшорных евровалют. Доллар сохраняет позицию лидера, его доля составила в 2000 г. 47 %, евро — 30 %, иена — 9,5 %.

Международные облигации подразделяются на иностранные и еврооблигации. Иностранные облигации выпускаются заемщиком-нерезидентом на рынке другой страны в валюте рынка; их доля в составе международных облигаций невелика (13-15 %). Еврооблигации выпускаются международным синдикатом банков на нескольких международных финансовых рынках. На международном рынке обращаются также внутренние государственные и корпоративные облигации, приобретенные нерезидентами.

В 1997 г. годовой оборот еврооблигаций увеличился в 2,9 раз по сравнению с 1990 г. и составил 5,8 трлн долл., внутренних облигаций, обращающихся на международном рынке, — в 24,3 раза и (31 трлн долл.). Внутренние облигации, обращающиеся на международном рынке, по рыночному обороту на вторичном рынке значительно опережали еврооблигации. В 1997 г. их доля на этом рынке составила 67 %, еврооблигаций — 13 %. В 2000 г. обязательства развитых стран по международным долговым ценным бумагам равнялись 6,7 трлн долл., в том числе обязательства перед нерезидентами по внутренним бондам — 1,5 трлн долл.

Доля нерезидентов (иностранная собственность) на рынке внутренних облигаций США по казначейским ценным бумагам составила 35 % (1744 млрд долл.), по корпоративным бондам — 20 % (864 млрд долл.). За 1995-2000 гг. нерезиденты купили внутренних правительственных бондов США на сумму 960,0 млрд долл., корпоративных бондов — 581,0 млрд долл.

В структуре международных долговых ценных бумаг преобладают долгосрочные инструменты (94 % в 2000 г.), прежде всего облигации с фиксированной процентной ставкой (66 %), повышается удельный вес облигаций с плавающими ставками (24 %), несколько снижается доля облигаций с варрантом (около 4 %). Из краткосрочных долговых ценных бумаг наиболее развит рынок коммерческих бумаг, доля которого в 2000 г. приблизилась к 6 % в объеме международных долговых ценных бумаг.

8.2.2. Иностранные облигации

Иностранные облигации — это долговые обязательства, выпущенные эмитентом на зарубежном рынке в местной валюте. Между иностранными и внутренними облигациями существуют определенные различия по налогообложению, по методике размещения, по срокам погашения, по размерам эмиссии, по информации, по процедуре регистрации. Рынок иностранных бондов позволяет странам с ак-

тивным платежным балансом экспортировать капитал, а нерезидентам — осуществлять заемное финансирование.

Доступ иностранных заемщиков, не обладающих достаточно высоким кредитным рейтингом, к финансовым ресурсам других стран посредством эмиссии долговых ценных бумаг, затруднен и ограничен. В Нью-Йорке размещаются долговые ценные бумаги правительства Франции, Австралии, канадских институтов; в Цюрихе — Европейского союза, Европейского инвестиционного банка, корпораций с высоким рейтингом; в Токио размещают евро облигационные займы международных организации, региональные банки развития и другие международные заемщики.

Разновидностью иностранных облигаций являются параллельные облигации, которые являются облигациями одного выпуска в размещаются одновременно в нескольких зарубежных странах в местных валютах. Размещение долговых ценных бумаг нерезидента осуществляет местный синдикат на условиях подписки (андеррайтинга). Основными покупателями иностранных облигаций являются местные кредиторы, однако и резиденты страны эмиссии часто вкладывают свои средства в облигации, размещенные за рубежом. На рынке иностранных облигаций активно действуют институциональные инвесторы, доходы которых не облагаются налогами. Другие вкладчики находят его менее привлекательным, так как они платят налоги на свои объявляемые доходы.

Многие иностранные облигации имеют устоявшиеся названия, наиболее распространены «янки-бондз» (США), «самурай-бондз», «шогу-бондз» (Япония), «бульдого-бондз» (Англия), «рембрандт-бондз» (Голландия), «матадор-бондз» (Испания), «кенгуру-бондз» (Австралия) и др. Иностранные облигации представляют собой традиционный, классический тип финансовых инструментов. Их доля на международном рынке резко снизилась за счет появления новых, подлинно международных облигаций — евробондов, глобальных бондов, — которые возникли на базе иностранных облигаций.

8.2.3. Евровалютные долговые ценные бумаги

Долговые ценные бумаги в евровалютах не регулируются национальным законодательством страны эмиссии, но следуют правилам Ассоциации международного рынка ценных бумаг (*International Securities Market Association — ISMA*). Эмитенты евробондов подчиняются правилам и регулированию валютных властей в своих странах. На рынке еврооблигаций преобладают ценные бумаги на предъявителя; с 1980-х гг. этот рынок пополнился именными среднесрочными нотами со сроком погашения 1-5 лет; обращаются и краткосрочные инструменты, в том числе евро-ноты со сроком погашения 1-6 месяцев. Основные типы еврооблигаций — это еврооблигации с фиксированным процентом, еврооблигации с плавающим процентом, а также еврооблигации, конвертируемые в акции с варрантом. На рынке долговых ценных бумаг, выраженных в евровалютах, выпускаются гибридные евро-ноты, еврокоммерческие бумаги, среднесрочные ноты.

Евробонды с фиксированной ставкой процента выпускаются номинацией 1000-5000 долл. со сроком погашения 3, 5, 7 и 10 лет. Евробонды с более длительными сроками погашения обычно эмитируются национальными правительствами. Краткосрочные и среднесрочные евростерлинговые долговые ценные бумаги,

например, предназначены для мелких инвесторов и торгуются на своповых рынках. Евробонды, предназначенные для институциональных инвесторов, распределяются на основе листинговой системы. В этом случае менеджеры предлагают евробонды по фиксированным ценам напрямую инвесторам, имеющим листинг, которые в течение одного дня должны принять предложение или отказаться от него.

Такие облигации обычно содержат залоговые требования в активах эмитента для обеспечения платежей по бондам. В случае дефолта в отношении эмитента предусмотрены ограничения на будущие выпуски займов. Уровень процента фиксируется как спрэд по отношению к уровню процента на базовые бонды с индикативными функциями (*benchmark bonds*), которые устанавливают ориентировочный уровень дохода на внутренних рынках. Например, по долларовым бондам индикативными функциями доходности обладают казначейские бонды США, по ним и устанавливается процент.

Если эмитент уже известен на рынке, спрэд устанавливается по уровню прошлых выпусков; если он впервые выходит на рынок, спрэд будет определяться его репутацией и кредитным рейтингом. Большинство эмиссий с фиксированными ставками представляют собой прямые бонды с годовым купоном, но есть и другие инструменты. Бонды с нулевым купоном популярны, несмотря на их неустойчивые цены из-за длительности срока и риска дефолта.

Бывают выпуски бондов с колл-опционом с целью раннего выкупа. Более экзотические выпуски включают бонды с валютным опционом, с отсроченным платежом, индексированные, с долговым варрантом. Двухвалютные бонды деноминируются в одной валюте с купоном и/или выплатой процента по фиксированной ставке в другой валюте. Платежи по частично оплаченным бондам погашаются по частям. Бонды с долговым варрантом имеют колл-варрант, который дает инвестору право еще прикупить бондов по данной цене.

На рынке евробондов обращаются и *глобальные бонды*, которые возникли в конце 1980-х гг. и стали заполнять рынок с невероятной быстротой. Их доля на рынке еврооблигаций составляет около 20 %, большая часть глобальных облигаций деноминирована в долларах. Глобальные облигации включаются в листинг сразу на нескольких фондовых биржах, размещаются одновременно на различных финансовых рынках общим глобальным координатором выпуска — лид-менеджером эмиссии.

Ноты с плавающей процентной ставкой предназначены для институциональных инвесторов; они выпускаются со стоимостью 5, 10 и 100 тыс. долл. Некоторые ноты с плавающими процентными ставками являются обратимыми с опционом и позволяют/обязывают инвестора осуществить конвертацию в долгосрочные бонды с фиксированными ставками.

Процентная ставка периодически пересматривается и определяется как скидка или премия (спрэд) к базовой ставке. Например, для 6-месячных бондов это Либор для 6-месячных ценных бумаг +1 %. Такой уровень может быть установлен раз и навсегда или может меняться. Например, он может быть 1 % для первых трех лет и 1,5 % для следующих двух лет. Используются и другие ставки в качестве базовой, для долларовых ценных бумаг, например, это ставка казначейских векселей (*T-Bill*).

Поскольку цена бонда изменчива, то довольно сложно определить разницу между базовой ставкой и доходом на облигацию. Существует несколько методов подсчета, простейшим из которых является метод «линейной маржи», которая рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{Линейная маржа} = \frac{S + (1 - B) / n}{B},$$

где S — спрэд над базовой ставкой, B — рыночная цена бонда, n — период обращения ценной бумаги до погашения. Например, линейная маржа по нотам с плавающей ставкой при Либор + 1/2 %, срок погашения 5 лет, цена со скидкой 99,2 % равна:

$$\frac{(0,25 / 100) + (1 - 0,992) / 5}{0,992} = 0,413 \, \%.$$

Евробонды, привязанные к акциям, непосредственно конвертируются в акции или позволяют приобрести акции компании-эмитента. Рыночная цена обратимых бондов состоит из двух частей — чистая цена и цена с конверсией. Чистая цена — это цена без конверсии, конверсионная цена — это рыночная цена, которая включает конверсионный опцион. Конверсионная ставка означает, что каждый бонд может быть конвертирован в определенное количество акций компании-эмитента. Например, конвертируемый бонд стоимостью 1000 долл. с конверсионной ставкой 16,129 даст следующую конверсионную цену акции: 1000 долл. / 16,129 = 62 долл.

Особые евроноты представляют собой гибрид краткосрочных нот и банковского кредита (*euro note facilities*). Этот инструмент позволяет заемщику выпускать краткосрочные дисконтные ноты под защитой средних или долгосрочных обязательств группы банков. Банки берут на себя обязательство выкупить ноты, если их не удастся разместить среди инвесторов. Эмитент, таким образом, получает доступ к средне- или долгосрочному финансированию, используя краткосрочные ценные бумаги, что позволяет снизить стоимость заимствования.

Еврокоммерческие бумаги представляют собой краткосрочные долговые ценные бумаги правительственных агентств, банков или корпораций. Они появились в 1971 г. в ответ на ограничения США в отношении иностранных инвестиций и получили развитие в 1980-е гг.

Среднесрочные евроноты имеют сроки погашения 1-5 лет и фиксированный купон. Среднесрочные ноты — это именные долговые ценные бумаги, их выпуски осуществляются на основе программ эмиссии, которые позволяют реализовать несколько эмиссий, используя единый пакет документации. Это дает более низкую стоимость эмиссии и более сжатые сроки ее проведения. При пятилетней и более программе есть возможность выпускать серии нот со сроком погашения 3-6 месяцев при проведении 10-20 эмиссий.

Евроноты могут гаситься частично или полностью за счет новой эмиссии, при этом выплачиваются номинал и процент, который меняется. Заемщик не обязан выпускать ноты на одну и ту же сумму, но должен оставаться в пределах

лимита. Евроноты вобрали в себя общие свойства коммерческих бумаг, ибо срок обращения может быть подогнан под требования инвестора. Они предлагаются на постоянной основе через дилеров, агентов по размещению, а также по тендерным спискам.

Евроноты выпускаются малой номинацией; могут иметь фиксированную и плавающую ставку; купоны выплачиваются по заранее согласованному расписанию; их эмитируют по номиналу и цены устанавливают в процентах к **номиналу**; они ориентированы на инвестора. Евроноты похожи на депозитный сертификат, они придуманы банками для замены синдицированных кредитов, которые не торгуются и от которых трудно избавиться. Документация по программе среднесрочных нот не содержит обязательства купить или продать ценные бумаги, но такое соглашение можно заключить с дилерами; а заимствования можно осуществлять время от времени.

Первая программа выпуска евроноты была осуществлена в 1986 г.; в конце 1990-х гг. евроноты составили четверть объема выпуска еврооблигаций. Большинство европейских государств, банков и крупных корпораций активно используют программы среднесрочных евроноты. Организаторы этих рынков ищут новых эмитентов, новые рынки сбыта своих продуктов: Латинскую Америку, Азию, Южную Африку; европейцы проникают в США со своими евронотами.

8.2.4. Процедура выпуска еврооблигаций

Процедура выпуска евробондов осуществляется в форме открытой подписки или частного размещения. Частное размещение осуществляется напрямую инвесторам, оно закрытое и может быть реализовано одним лид-менеджером и одним инвестором. С целью получить открытый доступ к конечному инвестору многие эмитенты проходят листинг на Люксембургской или Лондонской фондовой бирже. Это обычно делается за 2-3 недели до выпуска, чтобы своевременно завершить продажу долговых ценных бумаг. Открытая торговля евробондами осуществляется делателями рынка и дилерами — членами Международной ассоциации рынка ценных бумаг (*ISMA*), цены покупки/продажи (*bid-ask*) указываются без комиссии, расчеты завершаются в течение 7 календарных дней.

Открытая подписка происходит через синдикат андеррайтеров, возглавляемый лид-менеджером, в качестве которого обычно выступает крупная компания. Лид-менеджер может выкупить все ценные бумаги у эмитента или большую их часть на заранее согласованных условиях (купленная сделка). При американской системе размещения лид-менеджер определяет условия выпуска: объем, купонную ставку, цену, срок погашения и другие условия размещения — и предлагает их заемщику.

Заемщик должен принять эти условия или отказаться. Такая система размещения «SB пакете» действует значительно быстрее, и синдикаты гораздо меньше по числу участников, чем при европейской процедуре выпуска. Задача состоит в том, чтобы быстро завершить выпуск, используя благоприятные условия рынка, которые могут измениться. Еврооблигации приобретают в основном институциональные инвесторы.

Европейская процедура выпуска еврооблигаций начинается с назначения лид-менеджера, который получает от заемщика мандат на организацию операции

и комиссионные в размере $\frac{1}{8}$ процента от сделки, Лид-менеджер, как и в еврокредитном синдикате, отвечает за ведение переговоров по поводу всех условий выпуска, включая купон, цену, срок погашения и т. п. Он также ответственен за организацию синдиката и привлечение других банков-участников. Заемщик может требовать включения в состав синдиката определенных участников. Синдикат может принять в качестве члена одного (или больше) резидента страны-заемщика в свой состав.

После подписания соглашения в процедуре выпуска отмечаются три важные даты. Первая (дата выпуска) — это официальное приглашение принять участие в синдикате. Вторая (дата цены) — это завершение разработки условий выпуска. Третья (дата закрытия, или заключительная) — когда произведены все расчеты, лид-менеджер выплатил сумму нового облигационного выпуска заемщику, а заемщик в обмен передал лид-менеджеру ценные бумаги. В синдикате формируются три группы: менеджеров, андеррайтеров и продавцов.

Группа менеджмента состоит из 5-20 финансовых институтов, включая лид-менеджера и со-менеджеров, которыми могут быть только авторитетные и известные финансовые институты. Они отбираются в соответствии с географическим размещением выпуска и по связям с заемщиком и играют активную роль в разработке стратегии выпуска. Члены группы менеджмента получают комиссионные в размере $\frac{3}{8}$ % от выпуска со сроком менее 10 лет и до 0,5 % — со сроком более 10 лет.

Группа подписки (андеррайтеров) может включать более 100 институтов; их задача состоит в обеспечении гарантии размещения ценных бумаг. Если спрос конечных инвесторов недостаточен для размещения всего выпуска, то группа андеррайтеров держит ценные бумаги до их полного размещения или продает их по сниженной цене. Комиссионные за андеррайтинг (подписку) обычно составляют $\frac{1}{2}$ % от стоимости выпуска. Подписчики получают комиссионные в соответствии с их долей в подписке, при этом крупные андеррайтеры получают до 1 % от своей доли, мелкие — около 0,5 %. Традиционный договор подписки содержит оговорку, запрещающую перепродажу подписных ценных бумаг. Это сделано для Того, чтобы предотвратить подписку с запасом с целью перепродажи излишков на эсэром рынке!-.

«Серый рынок» действует от даты выпуска до даты завершения размещения выпуска. В этот период менеджеры и андеррайтеры могут покупать/продавать ценные бумаги «на выпуске». «На **выпуске**» означает, что бумаги еще не выпущены и ведется торговля ожидаемым выпуском. Если, например, группа менеджеров установила слишком высокую цену на бумаги или слишком низкий процент, то выпуск будет торговаться на «сером рынке*» (до выпуска) со скидкой. Конечные инвесторы не захотят платить полную цену, если увидят, что **ценные** бумаги уже торгуются со скидкой. «Серый рынок» служит определенным регулятором и обязывает группу менеджеров предлагать заемщикам условия, соответствующие реалиям рынка.

Задача группы продажи заключается в том, чтобы разместить выпуск среди конечных инвесторов. Эта группа не принимает на себя ни ответственности андеррайтеров, ни риска. Если члены группы пролажи размещают все ценные бумаги, они получают комиссионные в размере 1,125 % по бумагам с коротким сроком

погашения и 1,5 % по долгосрочным бумагам. Если члены группы продажи не смогут разместить все долговые ценные бумаги, то страдает их репутация, но они ничего не теряют.

Этапы полного процесса выпуска долговых ценных бумаг с помощью синдиката по европейской процедуре следующие.

Предварительные переговоры и подготовка. Потенциальные участники выпуска и лид-менеджеры обсуждают потребности и возможности. Эта стадия заканчивается подписанием предложений заемщикам относительно размера выпуска, купона, сроков погашения и цены долговых ценных бумаг.

Предварительное размещение. Получив подтверждение заемщика, лид-менеджер ищет партнеров, формирует синдикат. Он рассылает телекс, подтвержденный письмом, приглашает подписчиков и продавцов участвовать в синдикате. В день выпуска распространяется информация о выпуске. В течение двух недель приглашенные потенциальные инвесторы принимают окончательное решение об участии в синдикате.

Определение конечных условий выпуска (день цены). Лид-менеджер определяет конечные условия выпуска, внося необходимые изменения в первоначальные предложения. После этого соглашение о подписке готово, и лид-менеджер и другие подписчики (андеррайтеры) ставят под ним свою подпись.

Распределение ценных бумаг (день предложения). На следующий день лид-менеджер рассылает телекс всем согласившимся участвовать в синдикате, предлагая им приобрести определенное количество ценных бумаг.

Размещение выпуска. В течение следующих двух недель группа продажи активно размещает выпуск среди конечных инвесторов, и лид-менеджер следит за тем, чтобы цены «серого рынка» соответствовали цене выпуска.

Завершение выпуска (день окончания размещения). Участники выпуска получают чистые доходы от выпуска. Ценные бумаги выпущены и распределены между конечными инвесторами.

8.3. Глобальные и международные рынки долговых ценных бумаг

8.3.1. Динамика, структура, объем глобального рынка облигаций

Рынок облигаций (бондов) — это рынок долгосрочного заемного капитала (табл. 8.1). Объем (капитализация) глобального рынка бондов к 2001 г. составил 38 трлн долл., увеличившись с 1990 г. в 2,3 раза. Глобальный рынок включает три категории облигаций (бондов): внутренние бонды, иностранные бонды и евробонды. Внутренние и иностранные бонды торгуются на местных рынках в местной валюте, их регулирование осуществляется на основе национального законодательства, они различаются только по эмитентам — резиденты или нерезиденты. Евробонды не торгуются на национальных рынках и не регулируются местными органами власти.

Иностранные и евробонды относятся к международным бондам, поскольку они эмитируются заемщиками-нерезидентами. Однако нерезиденты имеют доступ и к местным бондам, вкладывая деньги в их покупку. В свою очередь ценные бумаги, эмитированные за пределами страны-заемщика в иностранных или евровалю-

тах, приобретаются и резидентами страны выпуска. Грань между внутренними и международными бондами все больше стирается.

Таблица 8.1
Структура глобального рынка облигаций
по эмитентам и по месту размещения в декабре 2000 г.¹

Страны-эмитенты	Долговые ценные бумаги (в млрд долл.)		
	Всего	Международные	Внутренние
Все страны	35736,2	6003,2	29733,0
Геверная Америка	17103,7	1972,5	15131,2
Канада	794,4	209,0	585,4
США	16 309,3	1763,5	14545,8
Япония	6359,9	287,6	6072,3
ЕС-15	9628,4	2936,3	6692,1
Австрия	246,7	93,8	152,9
Бельгия	406,6	83,3	323,3
Великобритания	1461,9	566,0	895,9
Германия	2604,8	893,2	1711,6
Греция	114,5	27,5	87,0
Дания	277,9	30,8	247,1
Финляндия	109,5	41,3	68,2
Франция	1426,1	358,1	1068,0
Ирландия	66,5	35,5	31,0
Италия	1484,6	212,4	1272,2
Люксембург	20,4	20,4	н.д.
Нидерланды	536,3	291,0	245,3
Португалия	96,2	33,8	62,4
Испания	483,6	152,5	331,1
Швеция	292,8	96,7	196,1
Другие страны	2644,2	806,8	1837,4

Таким образом, внутренние бонды служат способом привлечения не только внутренних, но и международных ресурсов посредством продажи этих ценных бумаг нерезидентам. Особенно активно нерезиденты действуют на рынке государственных

¹ IMF. International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues. Wash., August 2001. - P. 222.

и корпоративных бондов США, Германии, руководствуясь не столько доходностью, сколько надежностью этих ценных бумаг, их высокой ликвидностью и низкими рисками.

Б 1990-1997 гг. нерезиденты охотно приобретали внутренние ценные бумаги некоторых стран с формирующимися финансовыми рынками, включая Россию. Их привлекала сверхдоходность этих бумаг, несмотря на многочисленные высокие риски.

Лидерами на глобальном рынке облигаций и, соответственно, крупнейшими должниками по долговым ценным бумагам являются США и Япония, доля которых в 2001 г. соответственно составила 46 и 17 %\ Германия была крупнейшим заемщиком на этом рынке среди западно-европейских стран с долей около 6 %; совокупная доля ЕС-15 в 2000 г. составила около 30 %, еврозоны — 21 %. Рынок внутренних облигаций значительно превосходит рынок международных облигаций, но уступает в динамике. В 2000 г. доля внутренних облигаций в составе глобального облигационного рынка составила — 83 %; за 1994-2000 гг. объем рынка внутренних облигаций возрос в 1,3 раза, международных облигаций — в 2,4 раза. Структура международных бондов по эмитентам приведена в табл. 8,2.

Эмитентами долговых ценных бумаг выступают государственные и частные структуры, включая финансовые и нефинансовые институты. Заимствования частных институтов на рынке внутренних облигаций в 1998-2000 гг. сократились на 30 %, на рынках международных облигаций они возросли почти в 2 раза. К государственным эмитентам относятся центральные правительства, власти субъектов Федерации и местные органы власти, образующие государственный (общественный) сектор (*public sector*). Долговые ценные бумаги, эмитированные государственным сектором, преобладают на мировом рынке этих ценных бумаг: их доля в 2000 г. составила 54 %, соответственно доля частного сектора равнялась 46 %.

Особенно велика доля государственных ценных бумаг на рынке внутренних долговых обязательств (60 % в 2000 г.), и она значительно ниже на рынке международных бондов (21%). Объем внутренних бондов превзошел объем международных бондов, эмитированных государственными структурами, в 2000 г. в 14,2 раза и составил 17,9 трлн долл.

Государственные заемщики значительно превосходят частных заемщиков на рынке внутренних облигаций (бондов), где их доля в 2000 г. в Японии была — 75 %, в ЕС-15 — 64%, в США — 55 %. На рынке международных бондов, напротив, преобладают частные заемщики. Однако государственные обязательства по международным бондам за 1994-2000 гг. возросли в 2,1 раза и составили 1282,8 млрд долл.; особенно масштабный рост был зафиксирован по международным государственным обязательствам США — в 94,4 раза; Германии — в 2,3 раза, Италии — в 1,5 раза, Японии — без изменений, Великобритании — минус 26 %.

Внутренние государственные долговые ценные бумаги США активно скупаются нерезидентами. В 2000 г. доля нерезидентов на рынке правительственных ценных бумаг США оценивалась в 1,7 трлн долл., что составило 35 % всего рынка казначейских обязательств. За 1995-2000 гг. закупки правительственных бондов США нерезидентами в среднегодовом исчислении составили 120 млрд долл.; в пиковом 1996 г. - 274 млрд долл., в 1999-2000 гг. - 91 млрд долл. С 1998 г. нерезиденты стали отдавать предпочтение корпоративным бондам и акциям.

Структура международных бондов по эмитентам в декабре 2000 г.¹

Страны - э м и т е н т ы	Международные долговые ценные бумаги (в млрд долл.)			
	Всего, международные бонды	государственный сектор	Финансовые институты	Корпоративные эмитенты
Все страны	6003,2	1262,8	3133,9	1606,5
Северная Америка	1972,5	593,8	816,4	562,3
Канада	209,0	121,6	37,2	50,2
США	1763,5	472,2	779,2	512,1
Япония	287,6	20,2	142,2	125,2
ЕС-15	2936,3	363,6	1899,4	673,3
Австрия	93,8	34,7	54,1	5,0
Бельгия	83,3	22,9	56,9	3,5
Великобритания	566,0	12,6	343,0	210,4
Германия	893,2	21,6	746,9	124,7
Греция	27,5	22,9	2,5	2,1
Дания	30,8	16,5	9,4	4,9
Финляндия	41,3	28,9	8,1	4,3
Франция	358,1	27,8	193,8	136,5
Ирландия	35,5	4,9	26,4	4,2
Италия	212,4	68,5	94,9	49,0
Люксембург	20,4	0,1	18,1	2,2
Нидерланды	291,0	0,7	221,0	69,3
Португалия	33,8	14,6	16,6	2,6
Испания	152,5	34,7"	83,1	34,7
Швеция	96,7	52,2	24,6	19,9
Другие страны	806,8	285,2	275,9	245,7

8.3.2. Рынок еврооблигаций

На рынке международных облигаций преобладают евробонды, доля которых в 1999 г. составила 80 %, иностранных облигаций - 20 %. Рынок евровалютных долговых ценных бумаг в виде долларовых евробондов зародился в начале 1950-х гг., когда компания *Philips* разместила в Нидерландах долговые

¹ Источник: IMF. International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues. - Wash., August 2001. - P. 222.

обязательства в долларах. Рынок евробондов получил толчок к развитию в 1963 г., когда американское правительство, введя налог на доходы резидентов с иностранных облигаций, приостановило развитие рынка янки-бондов. В результате появился устойчивый спрос на евробонды со стороны заемщиков США, Западной Европы и др.

В 1968 г. американский банк *P. Morgan Guaranty Trust* создал клиринговый центр по торговле еврооблигациями — Евроклир (*Euroclear*), который способствовал расширению торговли еврооблигациями, упростив ее процедуру. Появилась система депозитариев в разных странах для хранения еврооблигаций, и их владельцы получили депозитные сертификаты. В результате операции по купле/продаже еврооблигаций стали осуществляться посредством передачи сертификатов, а смена собственников отражается в записях по депонентским счетам в депозитариях. В 1970 г. возникает СЕДЕЛ (*CEDEL*), созданный европейскими банками в Люксембурге. Обе организации осуществляют депозитарно-клиринговые услуги на рынке еврооблигаций, обслуживание долга с погашением купонов и выплату основной суммы.

В 1970-х гг. рынок евробондов значительно расширился: появились нефтедоллары, в развитых странах началась отмена ограничений на движение капитала. Рынок еврооблигаций стал каналом рециклирования нефтедолларов из мусульманских стран, которые не могут использовать процентный депозит. Настоящий подъем на рынках евробондов начался после 1982 г., когда долговой кризис остановил рост рынка синдицированных банковских еврокредитов, который до этого был наиболее привлекательным для заемщиков на рынке евровалют.

Более того, широкий размах получило переоформление банковской задолженности в ценные бумаги. Секьюритизация долгов становится методом развития рынка еврооблигаций. Сложная и длительная процедура выпуска евробондов в 1980-1990 гг. претерпела серьезные изменения и стала значительно проще и быстрее. Практически она перестала отличаться от процедуры выпуска синдицированных кредитов. К 1991 г. рынок евробондов возрос до 235 млрд долл., еврокредитов — до 136 млрд долл. За 1991-1999 гг. объем рынка евробондов увеличился в 2,6 раза.

Рынок евробондов наиболее крупный и перспективный в современных условиях для привлечения заемного капитала, и его роль в финансировании национальных экономик возрастает. Новые выпуски обычно осуществляются в Лондоне и Люксембурге. Специфика рынка евробондов заключается в следующем:

- рынок анонимный на предъявителя;
- он не привязан к определенной стране и не регулируется национальным законодательством;
- по сравнению с другими международно-ориентированными рынками обладает высокой мобильностью, привлекает большое количество заемщиков и вкладчиков;
- имеет высокую степень валютной эластичности; мультивалютный, преобладают евродолларовые бонды;
- позволяет размещать большие объемы;
- ставки определяются по валюте на внутреннем рынке капитала в стране размещения;

- имеет низкие издержки;
- * доходы безналоговые;
- * эмиссиям займов гарантирован успех, поскольку новые эмиссии управляются, подписываются и продаются синдикатами крупнейших инвестиционных банков, которые могут выгодно разместить заем;
- предоставляет возможность получения спекулятивной прибыли при увеличении стоимости облигации.

Евробонды может выпустить только заемщик, хорошо известный международным инвесторам. Он обычно действует через крупный синдикат, способный продавать еврооблигации во многих странах; инвесторами выступают в основном пенсионные фонды, инвестиционные фонды, страховые компании, а также частные лица, привлеченные отсутствием налогов, анонимностью и доходностью. Во Франции такой тип вкладчика-индивидуала называют «бельгийский дантист», который имеет высокие доходы и старается спрятать их от налоговых властей в Люксембургском банке, умеющем хранить секреты.

8.3.3. Правительственные ценные бумаги: преимущества и роль на финансовых рынках

Правительственные ценные бумаги (ПЦБ) являются важным источником пополнения правительственных финансов и покрытия дефицита государственного бюджета. Правительственные ценные бумаги повышают общую финансовую эффективность и стабильность. Они отличаются минимальным кредитным риском; высокой ликвидностью; широким диапазоном по срокам погашения; хорошо развитым рынком инфраструктуры, включая рынок РЕПО и деривативов. Банки и другие финансовые институты имеют возможность использовать свободные от риска ПЦБ в управлении процентными рисками. Среди национальных рынков правительственных бумаг фактически только рынок США обладает всеми ключевыми характеристиками и всеми преимуществами в полном объеме.

Страны разнятся по ликвидности, по диапазону срочности правительственных ценных бумаг, по их воздействию на цены и доходность частных долговых ценных бумаг. Например, ценные бумаги правительства Франции определяют процентную ставку-ориентир для долговых ценных бумаг всех сроков ниже 10 лет; в Германии ПЦБ определяют базовые показатели в 10-летнем сегменте; в Японии — в 5-10-летнем сегменте. На первичных и вторичных рынках правительственных ценных бумаг в результате мероприятий правительств по укреплению рынка и снижению расходов по обслуживанию государственных долгов произошли существенные изменения. В большинстве стран власти применяют первичную дилерскую систему, используют аукционы для эмиссии долговых бумаг, одновременно извещают об эмиссии.

Правительственные ценные бумаги играют особую роль на национальных и на международных рынках, недоступную частным финансовым продуктам, которая заключается в следующем:

- определяют уровень доходности для рынков частных ценных бумаг с фиксированным доходом;
- являются средством хеджирования;

- служат средством управления ликвидностью;
- являются надежным средством инвестирования;
- служат базовым показателем (*benchmark*) для определения доходности (уровня процентных ставок) на аналогичном сегменте рынка;
- используются для обеспечения резервов.

Важнейшей функцией ПЦБ является определение уровня доходности частных ценных бумаг и уровня цен на эти бумаги. Однако не во всех развитых странах эти бумаги используются напрямую инвестиционными банками для определения цен новых выпусков ценных бумаг. Обычно цены на частные ценные бумаги устанавливаются в соответствии с ценами уже существующих частных инструментов, которые являются близкими субститутами.

На европейских рынках ценных бумаг с фиксированным доходом часто используется кривая доходности свопов как определитель цены вместо установленного уровня доходности правительственных бумаг. На менее развитых рынках процент на государственные ценные бумаги является более важным для цен на инструменты с фиксированными доходами, а также другие финансовые контракты. На рынках краткосрочных бумаг с фиксированным доходом частные обязательства обычно индексируются по отношению к частным межбанковским ставкам (таким, как Либор), а не по отношению к краткосрочным правительственным обязательствам.

Многие участники рынка, в том числе коммерческие и инвестиционные банки, менеджеры и даже нефинансовые фирмы, предъявляют спрос на правительственные ценные бумаги для хеджирования риска по бумагам с фиксированным доходом по первичным процентным ставкам. Участники первичного рынка, включая дилеров по ценным бумагам, часто продают краткосрочные правительственные бумаги для снижения риска потерь по ценным бумагам в случае увеличения процентных ставок. Трейдеры бондов продают/покупают правительственные бумаги для управления портфелем. Дилеры процентных деривативов покупают и продают правительственные бумаги для хеджирования рисков опционных позиций или для баланса форвардных процентных контрактов и свопов.

Использование правительственных ценных бумаг для хеджирования процентных рисков вытекает из относительно более высокой ликвидности этих бумаг и обычно высокой корреляции (соотношения) между доходами на правительственные бумаги и частные долговые контракты, включая банковские займы. Дело в том, что короткая позиция по правительственным бумагам перекрывает цену длинной (долгосрочной) позиции по корпоративным бондам.

Наличные и рынки РЕПО правительственных ценных бумаг широко используются для управления фондами и ликвидностью различными участниками рынка, включая дилеров бондов, менеджеров портфелей. РЕПО операции создают средство, которое может быть использовано для принятия позиции и финансирования ценных бумаг инвесторов. Минимальный кредитный риск и относительно низкий рыночный риск на рынках правительственных ценных бумаг делают их относительно надежными для долгосрочных инвестиций институциональных инвесторов. Рейтинговые агентства и инвестиционные ограничения для таких инвесторов формируют сильный стимул для сосредоточения

на долгосрочных бондах с низким кредитным риском и длительным сроком платежа.

Спекулянты и арбитражеры тоже используют правительственные ценные бумаги для получения позиции по уровню процентных ставок. Это позволяет быстро и дешево продавать/покупать на ликвидном рынке правительственных ценных бумаг и на соответствующих рынках РЕПО и деривативов для определения будущих процентных ставок и возможностей арбитражных операций. Трейдинговые и инвестиционные стратегии, связанные с использованием ПЦБ, часто ориентированы на получение преимуществ от ожидаемых изменений в движении доходов. Например, трейдер, который ожидает, что цены на долгосрочные бонды упадут относительно цен на краткосрочные ценные бумаги, может продать долгосрочные и купить краткосрочные.

Правительственные ценные бумаги используются вместо наличной валюты или в качестве резерва. На очень короткие сроки эти ценные бумаги имеют минимальный кредитный риск и стабильную стоимость. Они служат средством обмена на финансовых рынках, широко используются в качестве резервов центральных банков и банковских депозитов. Например, казначейские бумаги США могут быть использованы для урегулирования некоторых финансовых обязательств; европейские бумаги могут применяться для поддержания ликвидности (фондов центральных банков), урегулирования платежей на основе европейской платежной системы *TARGET*.

Правительственные ценные бумаги, как близкая к деньгам собственность, играют роль надежного резерва. Центральные банки используют рынки ПЦБ в валютной политике, в управлении инвалютными резервами, в целях финансовой стабильности, выпуская депозиты центрального банка (базовые деньги) в привязке к резервам в правительственных ценных бумагах. Имея высоколиквидный резерв в ПЦБ, центральные банки сохраняют контроль над ликвидностью во время чрезвычайных событий на рынке, когда возникает рост спроса на ликвидность.

8.4. Главные рынки долговых ценных бумаг

Заимствования и инвестирование на иностранных рынках бондов осложнены тем, что участники сталкиваются с огромными национальными различиями в регулировании, в инструментах, в терминологии и технике осуществления финансовых операций. В частности, проценты могут начисляться как на полугодовой, так и на годовой базе, а в году в одном случае считается 360 дней, в другом — 365. Например, в США, Германии, Швейцарии для начисления процентов используется месяц в 30 дней на основе года в 360 дней; в Австралии, Великобритании, Канаде, Японии проценты начисляются по дням на основе года в 365 дней. Все эти национальные особенности имеют серьезные последствия для рисков, доходов, затрат и затрудняют ведение бизнеса.

В условиях глобализации и конкуренции между рынками капиталов заемщики получили возможность диверсифицировать свои источники заемного финансирования. Они могут выбирать, искать более льготные условия для размещения своих долговых обязательств. В свою очередь, и инвесторы могут более выгодно

помещать свои средства, выбирая рынки для инвестирования, поскольку многочисленные национальные и международные рынки предлагают разные условия. Главными эмитентами на рынке долговых обязательств являются страны Северной Америки, Западной Европы и Япония, доля которых составляет более 90 %, и эмиссии нерезидентов осуществляются в основном на этих рынках как наиболее богатых.

6.4.1. Рынок долговых ценных бумаг США

Рынок американских долговых ценных бумаг является крупнейшим и наиболее динамичным в мире. К концу 2000 г. объем бондов, эмитированных резидентами США, составил 16,3 трлн долл., или 46 % глобального рынка бондов. Объем долговых ценных бумаг, выпущенных резидентами США на внутреннем рынке, достиг 14,5 трлн долл., что составило почти 50 % мирового рынка внутренних бондов. За последние годы резко возросли заимствования американцев на рынке международных бондов, где они удерживают первое место с долей около 30 %. Главными заемщиками на международном рынке выступают частные структуры, на внутреннем рынке — государственный сектор.

Правительственные ценные бумаги США являются базовым элементом всех международных портфелей. Объем одного выпуска колеблется в пределах 8-10 млрд долл., но старые выпуски, если они открываются вновь, могут достигать 20 млрд долл. Минимальный номинал колеблется от 1 тыс. долл. для долгосрочных бумаг и до 5 тыс. долл. для 2-3-летних нот. Американское правительство эмитирует казначейские векселя, ноты и бонды. Казначейские векселя составляют около $\frac{1}{3}$ правительственного долга. Они выпускаются со сроком погашения 3, 6, 12 месяцев; продаются на аукционе четко по расписанию в определенные дни. Эти векселя имеют дисконтную структуру, доход составляет разность между номиналом и сниженной ценой покупки, купонных выплат не предусмотрено.

Казначейские ноты имеют срок погашения от 2 до 10 лет. В них выражено более половины долга правительства в ценных бумагах. Они продаются на аукционе в определенные дни. Например, аукцион по 2-летним нотам проводится за неделю до конца каждого месяца, обычно во вторник, объем выпуска объявляется накануне; условия выпуска 3-летних нот обычно объявляются в первую среду месяца выпуска и т. д. Казначейские бонды выпускаются со сроками 15, 20 и 30 лет. 30-летние бонды, выпущенные до ноября 1984 г. содержат 5-летний колл-опцион до окончания срока погашения. Лот начинается со 100 тыс. долл., хотя цена большинства транзакций составляет 1-100 млн долл. Ноты и бонды дают фиксированные купонные выплаты.

Американский рынок казначейских ценных бумаг является самым большим и наиболее ликвидным рынком. Эти бумаги торгуются и на бирже, но большая их часть реализуется во внебиржевой торговле через группы банков и дилерские фирмы. Все ценные бумаги казначейства включены в листинг Нью-Йоркской биржи, что очень важно для иностранных институциональных инвесторов, устав которых позволяет им совершать покупки только таких ценных бумаг. Первичные дилеры отбираются Федеральной резервной системой, и они действуют как продавцы между казначейством и другими инвесторами и дилерами. Прозрач-

ность цен обеспечивается брокерами и экранами. Официальные часы торговли в США с 9 часов утра до 4 часов дня по нью-йоркскому времени. Фактически рынок американских казначейских ценных бумаг открыт 24 часа, поскольку активная торговля этими бумагами ведется в Лондоне и в Токио.

Котировка казначейских векселей осуществляется на дисконтной 360-дневной базе. Например, цена векселя на 275 дней с 8 % будет следующей:

$$\text{Цена} = 100 - (275/360 \times 8\%) = 93,889.$$

Другие ценные бумаги котируются на чисто ценовой базе в процентах от номинальной цены бонда с процентом, образовавшимся от даты последнего купона, не включенным в цену. Если со времени последней выплаты процента прошло 3 месяца, то приращенный процент будет равен $3/6 \times 4$ долл. - 2 долл. Чтобы определить цену транзакции, этот процент надо прибавить ко всей сумме. В этом случае доход на сроке будет равен: $1 + (0.10/2)^2 - 1 = 10,25\%$.

Среди неправительственных ценных бумаг особое место занимают возвратные закладные частных кредиторов или правительственных агентств (*Fannie Mae, Freddie Mac, Ginnie Mae*). По ликвидности и риску они близки к правительственным ценным бумагам и мало различаются по цене. Рынок закладных ценных бумаг привлекает международных инвесторов высокой доходностью и относительной надежностью. Эмиссия корпоративных бондов значительно сложнее, чем эмиссия правительственных бондов, так как они иногда включают колл-опционы, варранты, индексацию, что затрудняет определение рисков и стоимости. Некоторые выпуски осуществляются с гарантией, но многие ее не имеют, и дефолты случаются нередко.

Для оказания помощи инвесторам с 1909 г. в США действует система рейтингов, которые определяются двумя основными компаниями: *Moody's Investor Service* и *Standard & Poor's*. Рейтинги выше уровня *BBB* по системе *S&P* и *Baa* по системе *Moody's Investor Service* означают «инвестиционную степень», т. е. компании с таким рейтингом соответствуют инвестиционным требованиям коммерческих банков США. Бонды с рейтингом ниже означенного уровня являются бросовыми, или компании-эмитенты этих бондов находятся в дефолте.

Рейтинг бондов очень важен для эмитентов, так как он позволяет определить доходность бондов по отношению к казначейским выпускам и возможных кредиторов. Некоторые инвесторы в соответствии с уставом или законом не могут приобретать ценные бумаги с низким рейтингом. Основными инвесторами в корпоративные бонды являются компании по страхованию жизни, пенсионные фонды и иностранные институты. Внутренние корпоративные американские бонды обычно размещаются по подписке синдикатом внутренних банков с относительно низкими комиссионными по сравнению с большинством финансовых рынков. Уровень комиссионных зависит от рейтинга эмитента и от срока погашения займа, который обычно составляет около 0,5 % для коротких сроков и 1 % для долгосрочных заимствований.

Однако эти комиссионные выше, чем на евробондовом рынке, но евторынок недоступен для большинства американских корпораций. Иностранные бонды выпускаются иностранными заемщиками на рынке США, они называются янки-

бондами. Большинство операций такого рода осуществляют канадские компании и иностранные правительства. Большая часть негосударственных ценных бумаг торгуется на внебиржевых рынках. Ликвидность и спреды этих ценных бумаг зависят от объема эмиссии. Институциональные инвесторы, определяя размер закупок корпоративных бондов на первичном рынке, учитывают их потенциальную ликвидность и на вторичном рынке.

Регулирование рынка долговых ценных бумаг в США базируется на законах, принятых после кризиса 1929 г. и последовавшей за ним депрессии. Закон о ценных бумагах 1933 г. требует официальной регистрации в Комиссии по ценным бумагам всех ценных бумаг, предлагаемых на рынке. Закон о ценных бумагах 1934 г. обязывает эмитентов регулярно предоставлять информацию. Процедура регистрации занимает много времени, иногда несколько месяцев, и затрудняет положение эмитентов на рынке. Поправка 415 от 1982 г. к закону о ценных бумагах ускорила процедуру регистрации. Точные условия последующих выпусков могут быть определены в течение 2 дней после **предыдущего** выпуска.

Это положение способствует расширению рынка среднесрочных нот. Среднесрочные ноты предлагаются в рамках программы одним или многими дилерами. Они имеют фиксированный купон, и сроки погашения могут быть установлены в соответствии с требованиями инвесторов. Такие ноты могут быть выпущены в любое время в пределах зафиксированного срока реализации программы. Частное размещение позволяет эмитентам обойтись без регистрации, оно осуществляется конфиденциально.

Ценные бумаги, размещаемые частным образом, не поступают в свободную продажу; и инвесторы должны их держать до конца срока погашения. Рейтинги для частных размещений ниже, основными кредиторами выступают страховые компании. Поправка 144А к закону о ценных бумагах от 1990 г. привела к созданию вторичного рынка долговых ценных бумаг частных размещений, на котором разрешается совершать сделки только квалифицированным институциональным инвесторам с активами не менее 100 млн долл. Выпуск в 100 млн долл. позволяет компании снизить расходы на 10-20 базисных пунктов по сравнению с обычными условиями частного размещения.

8.4.2. Рынок долговых ценных бумаг Великобритании

Великобритания занимает третье место на глобальном рынке долговых ценных бумаг с большим отрывом от лидеров, ее доля составила всего 4 % в 2000 г. В структуре английских долговых обязательств преобладают внутренние цепные бумаги. Долг английского правительства образует наиболее важный сектор рынка долговых ценных бумаг, деноминированных в фунтах стерлингов. К долговым ценным бумагам, гарантированным правительством, относятся конвенционные ценные бумаги (*conventional gilts*), которые представляют 85 % этого рынка. Они имеют фиксированный купон в размере 3-15,5 % и фиксированный срок погашения; некоторые выпуски снабжены колл-опционом. 15 % этого рынка составляют индексированные обязательства (*index-linked*). Впервые они были выпущены в 1981 г. с фиксированным сроком погашения, полугодовыми процентными платежами и были привязаны к индексу розничных цен для защиты инвесторов от инфляции.

Для выпуска **английских** бондов применяются различные способы: это аукционы, **талы**, тендеры и дополнения к прежним выпускам. Тендер является традиционным способом выпуска правительственных долговых ценных бумаг. Тендер приглашает Банк Англии к новому или уже существующему выпуску с минимальной ценой, обычно около преобладающего рыночного уровня. Если выпуск ниже подписки, то избыток выпускается Департаментом банка в качестве тэп-сток и принимается участниками тендера по минимальной цене. Если же он превышает подписку, то оставшаяся часть продается По самой низкой цене всем желающим участникам тендера.

Выпуск способом тэп-сток относится к Банку Англии, который продает долговые ценные бумаги на вторичном рынке. Правительственный долг может быть направлен напрямую Банку для последующей продажи, или он может поступать по частям Эмиссионному департаменту Банка. Выпуски через аукцион начались с мая 1987 г. и стали такими же значимыми, как тендеры и тэпы. Аукционы могут быть конкурентными или неконкурентными. Конкурентные аукционы открыты для всех. Банк устанавливает минимальную цену, и все предложения выше этой цены принимаются, при этом один инвестор не может приобрести более 25 % выпуска. При неконкурентном аукционе инвестор может приобрести бумаг на сумму до 500 тыс. фунтов стерлингов. Большинство выпусков осуществляются в зарегистрированных долговых ценных бумагах, но некоторые не регистрируются. Процент выплачивается дважды в год и рассчитывается на основе 365 дней.

8.4.3. Структурные изменения на европейском рынке долговых ценных бумаг

Европейские финансы более ориентированы на банковское посредничество, чем на рынок долговых ценных бумаг. На финансовых рынках Европы происходят существенные изменения, в том числе и в области объединения этих рынков. Некоторые частные рынки стран еврозоны стали более или менее интегрированными, особенно благодаря межбанковскому валютному рынку и — в меньшей степени — быстрому росту рынка корпоративных долговых ценных бумаг. Рынок правительственных бондов остался фрагментарным, раздробленным на национальные сегменты. В еврозоне еще не сложился единый уровень доходности для правительственных ценных бумаг. Еврозона пока не обеспечивает тех потенциальных преимуществ, которые возникают из наличия, широкого рынка ценных бумаг, деноминированных в единой валюте.

Более того, страны-члены еврозоны ведут жесткую конкурентную борьбу за получение базового статуса (*benchmark status*), который позволяет определять условия рынка. Фрагментация рынка и различия в ликвидности снижают эффективность государственных финансов и рынка ценных бумаг и сохраняют высокий уровень затрат. Эта фрагментация препятствует быстрому развитию масштабного рынка частных ценных бумаг, деноминированных в евро.

В связи с введением евро на европейских рынках правительственных ценных бумаг произошли структурные изменения. Страны-участницы договорились о том, что все новые правительственные эмиссии будут осуществляться в евро, а старые долги будут реденоминированы в евро. Эта реденоминация создала запас правительственных ценных бумаг, близкий по объему двум самым

крупным рынкам этих бумаг в США и Японии. За 1990-е гг. произошли значительные изменения в структуре правительственных бондов стран еврозоны по кредиторам.

В 1991 г. держателями 84 % государственного долга в ценных бумагах будущих стран-членов еврозоны были резиденты, в основном национальные валютные и финансовые институты и корпорации (56 %), а также нефинансовые резиденты (28 %), и лишь 16 % принадлежали нерезидентам, в том числе и европейцам из других стран. Доля нерезидентов среди кредиторов начала возрастать с 1993 г., когда сложился единый внутренний рынок и был взят курс на формирование валютного союза с единой валютой. Ситуация начала меняться кардинально с 1997 г., когда иностранное участие в структуре правительственных долговых обязательств стало увеличиваться высокими темпами, и к 1999 г. оно уже поднялось до 30 %.

При этом произошло определенное перераспределение государственного долга в бондах между держателями-резидентами. За 1991-1999 гг. существенно снизилось участие валютных и финансовых институтов в финансировании национальных правительств — с 43 до 35 %; значительно увеличилась доля финансовых корпораций — с 12 до 20 %. Доля резидентов в государственном долге, выраженном в ценных бумагах, снизилась с 28 до 14 %. Укрепление финансовой дисциплины в еврозоне сократило суверенный долг по отношению к ВВП.

Существенные изменения произошли в проведении торговых операций. Торговля за наличные и посредством РЕПО операций некоторых правительственных ценных бумаг была переведена в электронные торговые системы, такие как *e-speed*, *Broker Tec*, *MTS*, что сделало их доступными международным трейдерам и инвесторам. Иностранное участие на национальных первичных рынках расширилось. Во Франции, например, число иностранных первичных дилеров увеличилось с 2 из 30 в 1989 г. до 11 из 18 в 2001 г.

В связи с противопоставлением доллару евро конкуренция между Европой и США в финансовой сфере вступила в новую стадию. Объем европейских частных долговых ценных бумаг, эмитированных на внутренних и международных рынках (в основном в Лондоне) финансовыми и нефинансовыми институтами ЕС-15, после введения евро возрос с 3,9 трлн евро в 1998 г. до 5,7 трлн евро в 2000 г. Рынок США в объеме корпоративных бондов и коммерческих бумаг составил около 7,5 трлн евро. Поскольку значимость рынка частных долговых ценных бумаг для европейских финансов возрастает, то появляется необходимость в надежном базовом ориентире — бенчмарке (*benchmark*).

Базовый ориентир необходим для определения цен на частные инструменты с фиксированным доходом и на другие финансовые инструменты, включая правительственные ценные бумаги, а также для хеджирования процентных рисков, управления ликвидностью и торговыми позициями на рынках ценных бумаг. Ликвидность и объем эмиссии представляют собой ключевые элементы для получения базового статуса. Для торговли на главной площадке единой Европы *Evro-MTS* требуется объем суверенных бондов еврозоны в размере 5 млрд евро. Конкуренция за базовый статус в еврозоне повлияла на применение странами мер по повышению ликвидности на вторичных рынках ценных бумаг.

Во Франции, Германии, Италии власти поддерживают площадки электронной торговли и обмен деривативами; во Франции и Италии ослаблены ограничения, мешающие развитию вторичного рынка, в том числе образованы официальные РЕПО окна для противодействия сокращению вторичного рынка. Германия, Франция и другие страны уже создали или создают официальные агентства по управлению долгами. На рынке ценных бумаг европейских правительств рыночная ликвидность сконцентрирована в долговых инструментах, эмитированных тремя странами: Германией, Италией и Францией. Объем долговых ценных бумаг, эмитированных этими странами, составляет почти $\frac{3}{4}$ всего государственно-го долга, деноминированного в евро.

Ценные бумаги, эмитированные правительствами трех стран, возникли как базовые в определенных сегментах рынка еврозоны. Однако из-за их относительно небольшого размера по сравнению со всем еврофинансовым рынком (частным и государственным) ни один из этих рынков не может обеспечить все ценовые, хеджинговые, инвестиционные, ликвидные потребности так, как это обеспечивает казначейский рынок США в долларовых транзакциях. Инвесторы правительственных бумаг еврозоны считают рыночные сегменты Франции, Германии и Италии наиболее важными для управления финансовыми позициями и рисками.

Участники рынка, которые хотят торговать и хеджировать долгосрочные процентные риски, обращаются к германскому рынку, потому что 10-летние бонды Германии являются долгосрочным базовым определителем для еврозоны. Определяющий доходность статус этого рынка частично отражает очень большие размеры эмиссий — более 10, а иногда и 20 млрд евро. Германские бонды, как и американские, являются наиболее активно торгуемыми инструментами с фиксированным доходом в мире. Фьючерсные контракты на германские бонды, торгуемые в системе *Eurex*, широко используются для торговли и хеджирования долгосрочных процентных рисков, деноминированных в евро.

Инвесторы, которые хотят торговать и хеджировать краткосрочные процентные риски, деноминированные в евро, обращаются к французскому рынку, который является базовым для краткосрочных ценных бумаг. В 1993-1994 гг. французское правительство осуществило ряд реформ, которые четко определили рамки для операций РЕПО и создали систему первичного размещения на этом рынке. Французский денежный рынок теперь является одним из наиболее развитых и ликвидных рынков РЕПО в еврозоне.

В еврозоне назрела необходимость развития широкого вторичного рынка правительственных ценных бумаг, деноминированных в евро. Главный фактор в развитии такого рынка связан со снижением рыночной сегментации и ликвидацией фрагментарности ликвидности евро внутри все еще отдельных рынков. Ликвидация сегментации и фрагментарности создаст условия для реализации потенциальных выгод от развитого и ликвидного европейского рынка правительственных ценных бумаг и выигрыша от эффективности и финансовой стабильности.

По мнению международных экспертов, имеются три основных источника фрагментарности и сегментации рынков евроденоминированных правительственных ценных бумаг.

1. Имеются 12 отдельных эмитентов, 12 отдельных первичных рынков для этих бумаг и 12 различных кредитных рисков. Сегментация кредитного риска заключается в том, что страны различаются по кредитным рискам, и участники рынка очень чувствительны к изменениям в кредитоспособности правительств стран еврозоны. Сегментация кредитного риска связана и с международным правом. Статья 103 Договора ЕС гласит, что каждый член ЕС несет ответственность за собственный долг, и запрещает странам-членам брать на себя обязательства других членов ЕС.

2. Конкуренция между разными эмитентами за захват доли рынка и получение статуса базового ценообразующего эмитента на рынке. Эмитент, обладающий этим статусом, может заимствовать по самым низким ставкам на соответствующем сегменте рынка. С целью использования этих и других потенциальных преимуществ правительства еврозоны жестко конкурируют за получение базового статуса (*benchmark status*) для своих долговых ценных бумаг в рамках еврозоны. Конкуренция за статус ценообразующего эмитента на рынке толкает правительства еврозоны к расширению ликвидности вторичных рынков и к концентрации эмиссий на ключевых доходных инструментах.

Под давлением конкуренции правительства стараются облегчить в еврозоне и в международном масштабе доступ на рынки и использование своих ценных бумаг в различных функциях, которые они потенциально могут выполнять. Результатом конкуренции является то, что некоторые бонды с базовым статусом свободно торгуются по всей еврозоне. Конкуренция способствует улучшению первичного рынка, поскольку казначейства и министерства финансов стран еврозоны усилили прозрачность и предсказуемость своих стратегий управления долгом, в частности посредством установления строгого расписания, объявлением сроков погашения и количества эмиссий.

3. Различия между странами в законодательстве, процедурах и расписании эмиссий, в системах первичной торговли, в рыночной инфраструктуре. Денежный рынок еврозоны поддерживается платежной системой *TARGET*, в связи с этим рынки РЕПО и ценных бумаг опираются на фрагментарную сеть, включающую 14 различных национальных и зарубежных систем регулирования. Инвесторы часто предпочитают международные депозитарии ценных бумаг, такие как *Clearstream* или *Euroclear*, чтобы держать свои ценные бумаги в одном месте.

Правила и практика рынка ограничивают также количество ценных бумаг, которые могут быть обращены во фьючерсные контракты. По техническим причинам попытки создать многократно передаваемые фьючерсные контракты оказались безуспешными. Отсутствие единого налога на правительственные ценные бумаги стран еврозоны усложняет осуществление трансакций и хеджирование между рынками. Наконец, по рынку РЕПО не хватает стандартной документации. Сохраняющаяся фрагментация финансовых рынков еврозоны прежде всего снижает ликвидность. В связи с тем, что уровень доходности сегментирован (германские бонды на рынке долгосрочных ценных бумаг, французские — на рынке краткосрочных), уровень ликвидности в еврозоне существенно ниже, чем на едином рынке.

Это значит, что эмитенты и их ценные бумаги с одним сроком погашения не равны, так как среди них только один обладает базовым статусом. Сегментация

по базовому статусу снижает возможности правительственных ценных бумаг еврозоны осуществлять предназначенные им функции на финансовом рынке. Главное заключается в том, что сегментация рынка правительственных ценных бумаг еврозоны влияет на эффективность и стоимость частной финансовой деятельности. То, что можно реализовать в более интегрированной системе, нельзя сделать в ныне действующей системе, а именно — арбитраж, хеджирование и другие операции по снижению риска. Это ослабляет эффективность использования правительственных ценных бумаг в качестве обеспечения.

Одно из основных последствий сегментации финансового рынка еврозоны состоит в том, что на таком рынке (в отличие от единого рынка) могут быть ослаблены финансовая стабильность вторичных рынков, система клиринга, поддержка рынков РЕПО и деривативов. Снижение сегментации означает не только выигрыши, но и потери. В условиях единого рынка местные финансовые институты в большей мере подвергаются шокам, и необходимы значительные усилия для сохранения финансовой стабильности. Существует несколько способов снижения фрагментации еврозонального рынка правительственных ценных бумаг.

Прежде всего это координация и унификация. В частности, требуются большая координация стран-членов еврозоны в определении дат и периодичности новых эмиссий правительственных ценных бумаг; унификация расписаний эмиссий, купонов, сроков погашения, системы первичной реализации и т. п. В еврозоне проводится серьезная работа по поиску путей снижения фрагментации и по достижению большей интеграции европейского финансового рынка.

В 1999 г. группа А. Джовани определила вызовы интеграции европейского рынка РЕПО, включая фрагментарную инфраструктуру, различия в законодательстве, несовместимость рыночной практики стран еврозоны. Группа внесла радикальное предложение снижения различий в кредитных рисках между странами посредством перекрестных гарантий между государствами или создания единого властного органа по эмиссии долговых ценных бумаг. Это создало бы более унифицированные ценные бумаги и увеличило ликвидность рынков. В том же году Комиссия ЕС по финансовым услугам приняла план действий на 2005 г., который включает 40 инициатив и рекомендаций. Большое место уделяется рассмотрению препятствий созданию единого рынка финансовых услуг.

8.4.4. Япония: рост правительственного долга

На глобальном рынке долговых ценных бумаг Япония прочно занимает второе место после США с долей 18 % в декабре 2000 г. На мировом рынке внутренних бондов японским ценным бумагам принадлежит пятая часть. Главным заемщиком на этом рынке являются государственные структуры. На рынке международных долговых ценных бумаг доля Японии не достигла 5 %, из которых более Y_{III} приходилось на частный сектор. До 1970-х гг. рынок японских бондов практически не существовало из-за очень заниженного валютного курса и изоляции страны от международного рынка капиталов. Возникновение и становление японского рынка долгосрочных долговых ценных бумаг связаны прежде всего с расширением заимствований правительства на этом рынке. Японский рынок правительственных бондов занимает второе место в мире после США.

Два фактора повлияли на расширение этого рынка. Во-первых, реализация правительственной программы либерализации в начале 1970-х гг. под давлением нефтяного шока. Во-вторых, растущий дефицит правительственного бюджета с конца 1980-х гг. На рынке правительственных долговых обязательств Японии важную роль играют иностранные инвесторы, а также банки долгосрочного кредита, трастовые банки, страховые компании, инвестиционные трастовые компании и отдельные инвесторы. Центральным инструментом этого рынка являются 10-летние бонды, на долю которых приходится около половины государственного долга и 90 % дневного оборота рынка; именно эти бонды предпочитают нерезиденты. Однако на этом рынке имеются определенные искажения, которые в основном связаны с выпусками, устанавливающими уровень доходности (*benchmark issue*).

В Японии такие выпуски определяются договоренностью доминирующих на рынке дилеров. Важность определяющего доходность выпуска состоит в том, что спрос концентрируется именно на одном выпуске. За один день такой выпуск делает 5 оборотов. В результате он получает преимущество на рынке в 70 базисных пунктов. На японском рынке торгуются бонды с очень длительными сроками погашения, а также краткосрочные ноты и векселя. Неправительственные долговые обязательства включают банковские долговые расписки (депозитные сертификаты), муниципальные бонды, бонды агентств и корпораций, а также евроиеновые бонды, самурай- и даймио-бонды. Рынок краткосрочных долговых ценных бумаг малоликвидный, и он недоступен иностранцам.

Основная деятельность японского правительства сосредоточена на рынке долгосрочных обязательств. Иностранное участие ограничено центральными банками и международными институтами. Финансовые векселя в основном используются в качестве инструментов в операциях Центрального банка на открытом рынке для осуществления валютной политики. Японские казначейские векселя подобны американским векселям. Они имеют срок погашения 3-6 месяцев и выпускаются дважды в месяц на открытых аукционах. Это дисконтные ценные бумаги, но бывают и купонные. Двухлетние ноты торгуются на внебиржевом рынке; они выпускаются 1 раз в 2 месяца посредством аукционов, купон оплачивается дважды в год.

5-летние бонды с нулевым купоном выпускаются синдикатом каждые два месяца в объеме 200-300 млн иен с ориентацией на мелких инвесторов. Долгосрочные бонды выпускаются каждый месяц; 60 % выпуска размещаются через аукцион, 40 % — синдикатом по подписке. Синдикат включает 840 учреждений, в том числе банки, фирмы ценных бумаг, компании по страхованию жизни и около 50 иностранных институтов. Синдикат осуществляет контроль над процессом выпуска, определяет доход и размещение бондов среди членов синдиката. Главную роль в синдикате играет небольшая группа ведущих институтов ценных бумаги городских банков. Министерство финансов Японии начало формировать из ключевых членов синдиката систему первичных дилеров, как это делается в США.

Процесс эмиссии начинается перед последней неделей месяца, когда члены синдиката обсуждают цену бондов и вырабатывают рекомендации для Министерства финансов. Если министерство принимает предложения синдиката, то объявляется купон и размер выпуска в последнюю неделю месяца. На другой день про-

водится аукцион. Один член синдиката может приобрести не более 18 % выпуска и только через дилера. Если выпуск имеет те же купон и срок погашения, как и неоплаченные бонды, то выпуск осуществляется под теми же серийными номерами, т. е. осуществляется новый транш того же выпуска, что способствует повышению его ликвидности.

Такая система возможна, поскольку купон по правительственным бондам оплачивается поквартально, независимо от того, когда был выпуск. После аукциона оставшиеся 40 % бондов текущего выпуска размещаются среди членов синдиката по средней цене аукциона, которая называется ценой выпуска. В Японии долго не было рынка современных сверхдолгосрочных бондов; 15-летние и 20-летние бонды, выпускаемые Министерством финансов, размещались на частной основе и не торговались. Рынок 20-летних бондов возник после 1987 г. Объем выпуска таких бондов составляет около 500 млн иен, они торгуются на аукционе каждые 3 месяца и включаются в листинг Токийской фондовой биржи.

Более 80 % выпусков японских правительственных бондов регистрируются, остальные выпускаются без регистрации. Возможны конверсии бондов из одной формы в другую (с регистрацией и без нее) в течение 2 дней. Зарегистрированные бонды более ликвидные, поэтому на вторичном рынке они часто котируются по ценам выше, чем бонды без регистрации. Листинг 10-летних и 20-летних бондов осуществляется на Токийской фондовой бирже, хотя большая их часть торгуется вне биржи. Японские правительственные бонды не распространяются за пределами страны, иностранные инвесторы могут их приобретать только через банк, который может их передать в безбумажной форме, т. е. в виде бухгалтерских записей в памяти компьютера (*book-entry system*).

Торговля правительственных бондов на вторичном рынке осуществляется в определенное время с помощью экранов брокеров. Дилерами являются компании по торговле ценными бумагами, городские банки, **траст-банки**, региональные банки, а также иностранные фирмы. Торговля проходит в основном вне биржи на основе приказа-запроса. Спрэд зависит от ликвидности выпуска, он ниже $\frac{1}{2}$ базисной точки для большинства ликвидных бондов, устанавливающих доходность на этом рынке, и на 10 базисных пунктов выше для менее ликвидных бондов. Продавец платит трансфертный налог в размере 0,03 %, который не распространяется на операции между нерезидентами. Простой доходный базис рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{Доход} = \frac{(\text{купонная ставка} + [100 - \text{текущая цена}])}{\text{количество лет до окончания срока}} \times \frac{100}{\text{текущая цена}}$$

Купон выплачивается два раза в год, процент прибавляется от даты предыдущего купона до даты расчета. На Токийской бирже оформление продажи осуществляется в течение четырех торговых дней после продажи; на внебиржевом рынке — в определенные дни каждого месяца. Поскольку размещение бондов осуществляется только на территории Японии, иностранные инвесторы могут действовать только через специализированные банки. Покупка зарегистрированных бондов осуществляется через Банк Японии. Большинство муниципальных бондов имеют 10-летний срок погашения и купонные платежи каждые полгода. Различные

правительственные агентства тоже могут выпускать бонды с гарантией правительства и без нее. Они имеют такие же характеристики, как и муниципальные бонды, — с 10-летним сроком и купоном, который оплачивается дважды в год.

Главными эмитентами корпоративных бондов на внутреннем рынке являются 9 электрокомпаний, а также телефонная и телеграфная компания Ниппон. Большинство других японских компаний предпочитают эмитировать свои бонды на евторынках, конечными держателями которых оказываются японские резиденты. Значительная часть японских корпоративных бондов конвертируемы или с варрантом. Самурай-бондз выпускаются нерезидентами в Японии. Шогун-бондз выпускаются нерезидентами на внутреннем рынке Японии в иностранных валютах.

Б отличие от других развитых стран Япония имеет очень большой правительственный долг по отношению к ВВП, и ожидается его рост до 150 % ВВП к 2005 г. Увеличение предложения правительственных долговых ценных бумаг и проблема их абсорбации оказывают существенное влияние на рынок. Почти нулевой процент по краткосрочным обязательствам и ниже 2 % по долгосрочным обязательствам усиливают неустойчивость рынка. Увеличение предложения или сжатие спроса на эти бумаги делает проблематичной реализацию долговых правительственных бумаг, поскольку цены бондов очень чувствительны к изменениям процентов, особенно при их низких уровнях.

Опыт показывает, что на этот рынок более влияют спрос/предложение, чем фундаментальные факторы. Например, в конце 1998 г. высокий спрос на правительственные бумаги изменил доход на 10-летние эмиссии с 160 базисных пунктов в конце июня до почти 80 в середине ноября. Масштабные эмиссии правительственных ценных бумаг снижают спреда на корпоративные бонды относительно правительственных бондов. Соответственно, доходы на японские корпоративные бонды сократились больше, чем на правительственные ценные бумаги. Это снижение происходит благодаря ряду факторов. Во-первых, экономическая и финансовая несбалансированность в Японии оказывала гнетущее воздействие на финансовый частный рынок, в результате чего произошло сокращение корпоративных бондов, особенно высокодоходных. Во-вторых, при низких процентных ставках возрос интерес инвесторов к кредитным спредам.

В-третьих, качество кредита японского правительства ухудшилось относительно других эмиссий неновых бондов с высокими процентными ставками. Например, в то время как евродолларовые бонды с высокими процентными ставками дают доход на 15-30 базисных пунктов больше, чем соответствующие американские казначейские бонды, евроиеновые бонды с высокими процентными ставками часто менее доходны, чем правительственные японские бонды. К 2000 г. спред на евторынках долларовых бондов с AAA рейтингом, эмитированных МБРР, возрос с 1997 г. с 15 до 80 базисных пунктов, спред на неновые бонды с тем же рейтингом, выпущенных ЕИБ, опустился до нуля.

На японском финансовом рынке, в том числе и на рынке правительственных ценных бумаг, ощущается незначительное участие иностранных инвесторов, что объясняется очень низкой доходностью, высокими издержками и рисками, слабой финансовой инфраструктурой. Международные инвесторы предпочитают строить позиции на оффшорных евроиеновых рынках, а не на внутреннем рынке,

что снижает его ликвидность. Доля иностранных инвесторов на рынке японских правительственных ценных бумаг составляет менее 6,5 %.

Японское правительство предприняло ряд шагов для ослабления воздействия увеличения предложения правительственных ценных бумаг на их цены в целях финансирования дефицитов. В частности, Министерство финансов сократило эмиссию долгосрочных и увеличило эмиссию краткосрочных ценных бумаг. В результате средний срок государственного долга сократился с 6,4 лет в 1989 г. до 5 лет в 2000 г. В 1999 г. был отменен налог на трансакции ценных бумаг; купонные правительственные бонды, приобретенные нерезидентами, были освобождены от налога. В 2001 г. с иностранных корпораций сняли налог на процентные платежи по японским правительственным бумагам, осуществляемые за пределами страны.

Несмотря на усилия правительства, недостатки, мешающие развитию японского финансового рынка, не преодолены, и он остается фрагментарным. В Японии, например, существуют три формы рынков РЕПО: один — для продажи и покупки бондов; другой — для предоставления займы бондов; третий — займов с использованием наличности. Фрагментация японского финансового рынка выражается также в большом числе различных эмиссий бондов. Для сравнения: объем эмиссии одного транша 10-летних германских бондов обычно равен 5,8 % всей эмиссии за финансовый год. В Японии этот показатель 1,7 %, что приводит к большому числу эмиссий; например, в мае 2001 г. было осуществлено 76 эмиссий японских правительственных ценных бумаг с 10-летним сроком погашения.

Выводы

1. Международное кредитование/заимствование посредством выпуска долговых ценных бумаг быстро расширяется и становится наиболее распространенным способом получения/предоставления международных кредитных средств.
2. На международном рынке обращаются иностранные долговые ценные бумаги, выпущенные нерезидентами на зарубежных рынках в местной валюте; евровалютные долговые ценные бумаги, эмитированные в валюте третьих стран; внутренние долговые ценные бумаги правительств и корпораций, приобретенные нерезидентами.
3. Эмитентами на международном рынке ценных бумаг выступают государственные учреждения, финансовые и нефинансовые корпорации.
4. Институциональные инвесторы (пенсионные фонды, страховые компании, инвестиционные фонды), располагающие огромными ресурсами, являются основными кредиторами рынка международных долговых ценных бумаг.
5. Рынок евробондов обладает существенными преимуществами: он анонимный, не регулируется национальным законодательством страны размещения, отличается высокими мобильностью, степенью валютной эластичности, имеет низкие издержки, безналоговые доходы, предоставляет возможность спекулятивных операций; эмиссиям евробондов через синдикат гарантирован успех.

6. Правительственные долговые ценные бумаги отличаются минимальным кредитным риском, высокой ликвидностью, широким диапазоном по срокам погашения, хорошо развитым рынком инфраструктуры. Они играют особую роль на финансовом рынке: определяют уровень доходности, являются средством хеджирования и инвестирования, управления ликвидностью, обеспечения резервов.
7. Рынки долговых ценных бумаг США, Японии и особенно стран еврозоны находятся в состоянии структурной перестройки.

Термины и понятия

Правительственные ценные бумаги; корпоративные бонды; иностранные бонды (облигации); еврооблигации; андеррайтеры; трейдеры; первичные дилеры; базовый статус; кредитные рейтинги.

Вопросы и задания для самопроверки

1. Охарактеризуйте эмитентов долговых ценных бумаг.
2. Какие долговые ценные бумаги обращаются на международном рынке?
3. Как осуществляется выпуск евробондов?
4. Охарактеризуйте функции группы менеджеров, андеррайтеров и продавцов в процедуре выпуска евробондов.
5. Какие страны являются главными заемщиками на глобальном и международном рынке облигаций?
6. В чем заключаются основные особенности рынка евробондов?
7. Каковы особенности и преимущества рынка правительственных ценных бумаг?
8. Выделите особенности рынка долговых ценных бумаг США.
9. Чем отличается рынок долговых ценных бумаг Великобритании?
10. Как влияет рост правительственного долга на японский рынок ценных бумаг?
11. Что дает базовый статус бенчмарк?
12. Что мешает образованию единого финансового рынка еврозоны?

Литература

1. Барите Э. А., Хмыз О. В. Рынки: валютные и ценных бумаг. — М.: Экзамен, 2001.
2. Берзон Н. Рынок еврооблигаций — ключевые моменты // Рынок ценных бумаг, 2000. - № 9.
3. Буклемишев О. В. Рынок еврооблигаций. — М.: Дело, 1999.
4. Бычко А. П. Мировой рынок ценных бумаг; институты, инструменты, инфраструктура. - М.: Диалог-МГУ, 1998.
5. Жигаев А. Ю. Роль государственного долга в рыночной экономике // Деньги и кредит, 2004. - № 5.

6. Жигаев А. Ю. Система макроэкономических ограничений на размер государственного долга // Деньги и кредит, 2004. — № 7.
7. Миркин Я. М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. — М.: Альпина Паблишер, 2002.
8. Мировой фондовый рынок и интересы России. — М.; ИМЭМО РАН, 2003.
9. Михайлов Д. М. Мировой финансовый рынок тенденции и инструменты. — М.: Экзамен, 2000.
10. Рубцов Б. Б. Мировые рынки ценных бумаг. — М.: Экзамен, 2002.
11. Рэй К. И. Рынок облигаций / Пер. с англ. - М.; Дело, 1999.
12. Тьюлз Р. Дж., Бредли Э. С., Тьюлз Т. М. Фондовый рынок / Пер. с англ. — М.; ИНФРА-М, 1999.

Глава 9

Мировой рынок акций

Международный рынок акций тесно связан с внутренним рынком, ибо он формируется преимущественно акциями, выпущенными в стране эмитента и поступившими в международный оборот. Изучаются инструменты, эмитенты, инвесторы рынка акций; биржевая система торговли акциями и ее масштабы; способы выхода акций на рынки нерезидентов, процедура выпуска международных акций. Рассматриваются также факторы динамики и объема мирового рынка акций, показатели доходности акций, их курсовая стоимость, фондовые индексы, отношение цена/прибыль и др.; процессы, влияющие на рынок акций; особенности главных национальных рынков акций.

9.1. Биржевая торговля акциями

9.1.1. Инструменты, эмитенты, инвесторы рынка акций

Рынок акций является важнейшим источником незаемного корпоративного финансирования. Акция — это ценная бумага без установленного срока обращения и без долговых обязательств перед инвестором. Она удостоверяет право ее владельца на долю в акционерном капитале компании, на пропорциональную часть прибыли в виде дивидендов и на остатки активов при ликвидации компании. Владение акцией удостоверяется сертификатом, в котором указываются эмитент и его данные, номинальная стоимость акции (если имеется), данные о зарегистрированном держателе и его права, тип акции, число акций в обращении. На мировом рынке торгуются акции двух основных типов: обыкновенные и привилегированные.

Обыкновенные (простые) акции дают право на преимущественное приобретение вновь выпускаемых акций, на получение дивидендов, а также право голоса на общих собраниях акционеров при выборе директоров и при утверждении результатов деятельности компании. Дивиденды представляют собой распределяемую между акционерами ежегодно или ежеквартально часть прибыли компании-эмитента после уплаты налогов. Обычно дивиденды выплачиваются наличными, но могут быть выплачены и в виде имущества, акциями или сочетать различные формы выплаты.

Дивиденды наличными устанавливаются чаще в долларах на акцию. К дивидендам в виде имущества относятся дивиденды акций дочерних **компаний**, которые выплачиваются собственной продукцией корпорации. Дивиденды в форме акций выплачиваются преимущественно новыми, быстро растущими компаниями, которые не заинтересованы в выплатах наличными средствами. Подобная

форма выплаты дивидендов дает определенные выгоды акционерам, которые рассчитывают получить доход не столько от дивидендов, сколько от роста рыночной стоимости самой акции. При этом важно и то, что ставка налога на дивиденды в форме акций ниже, чем ставка налога на дивиденды наличными.

Преимущественное право на покупку акций нового выпуска компании дает возможность акционерам приобрести эти акции еще до их выпуска на рынок. Эти права особенно важны для акционеров, владеющих крупными объемами акций или контрольными пакетами. Ибо при реализации этого права акционер может закупить количество акций нового выпуска пропорционально его фактической доле в капитале корпорации.

Цена подписки на новые акции обычно бывает ниже рыночной цены уже выпущенных и распространенных акций. Право на получение части имущества корпорации при ее ликвидации позволяет держателю обыкновенных акций претендовать на ту часть активов, которая остается после выплаты обязательств всем кредиторам, **держателям** и владельцам привилегированных акций.

В США корпорации-эмитенты при регистрации должны указать количество и вид акций, что составит разрешенный к выпуску или номинальный капитал, который подразделяется на выпущенный и не выпущенный капитал. Это значит, что не весь разрешенный к выпуску капитал будет задействован с первого раза. Обычно сохраняется определенный резерв (невypущенный капитал), который впоследствии может быть использован при поглощении других компаний, а также для расширения собственной компании или в других целях. Выпущенные акции, в свою очередь, делятся на обращающиеся акции в руках держателей и акции, которые остаются в собственности компании.

Разновидностью обыкновенных акций являются акции с правом их возврата компании-эмитенту. Такие акции представляют собой комбинацию обыкновенной акции с опционом «пут*», который дает право обратно продать акцию тому, кто ее выдал в течение установленного срока и по фиксированной цене. Эта операция повышает привлекательность акций компаний, не имеющих высокого кредитного рейтинга. Появление таких акций определялось стремлением продвинуть акции на рынок первичных эмиссий, где сбыт ценных бумаг новых корпораций встречается с серьезными трудностями.

Право возврата акции может быть реализовано в течение нескольких лет с момента эмиссии. Компания-эмитент оставляет за собой право выбора формы проведения этой возвратной операции. Это может быть выкуп за наличные, когда инвестору возвращается сумма, которую он уплатил за акцию. Или компания-эмитент может предоставить инвестору дополнительное число акций в целях компенсации уменьшения рыночной стоимости имеющихся у него акций. Наконец, инвестору могут быть предложены облигации на сумму, равную первоначальной стоимости акций.

В некоторых случаях компания-эмитент скупает свои акции по рыночной цене; такие операции называются казначейскими. Они могут совершаться компанией с различными целями: с целью долгосрочного инвестирования временно свободных денежных средств; для получения дополнительной прибыли при совершении краткосрочных операций на рынке с собственными акциями; с целью Удержания контроля и недопущения скупки крупных пакетов третьими лицами;

для поддержки рыночной цены акций или выплаты дивидендов приобретенными акциями.

Привилегированные акции отличаются от обыкновенных акций тем, что владельцы таких акций не имеют права голоса и права преимущественного приобретения акций новых выпусков. Привилегированная акция дает гарантированный (фиксированный) дивиденд, который выплачивается в первую очередь, т.е. до выплаты дивидендов по обыкновенным акциям; размер дивиденда указывается в процентах от номинальной стоимости акции или в долларах. Держатели привилегированных акций имеют преимущественное право перед держателями обыкновенных акций на определенную долю активов корпорации в случае ее ликвидации. Видов привилегированных акций достаточно много, основные разновидности следующие:

- конвертируемые привилегированные акции могут быть обменены на установленное количество обыкновенных акций по заранее оговоренной ставке;
- кумулятивные привилегированные акции предусматривают, что любые причитающиеся, но не объявленные дивиденды накапливаются, аккумулируются и выплачиваются в будущем;
- некумулятивные привилегированные акции, держатели которых теряют дивиденды, если совет директоров компании не объявил об их выплате;
- привилегированные акции с правом участия дают право на получение дополнительных дивидендов сверх объявленной суммы, если дивиденды по обыкновенным акциям превышают объявленную сумму;
- привилегированные акции с ежеквартально корректируемой ставкой дивиденда на основе учета динамики процентных ставок по краткосрочным государственным ценным бумагам;
- отзывные привилегированные акции оставляют за компанией-эмитентом право отзыва акций, т.е. их выкупа по цене с надбавкой к номиналу;
- привилегированные акции с правом обмена на облигации или другие ценные бумаги по рыночному курсу ценной бумага, на которую обменивается акция;
- привилегированная акция с дивидендом, устанавливаемым путем аукциона.

Различаются следующие *цены акций*: номинальная, эмиссионная, рыночная, балансовая. Номинальная цена показывает номинал акции, она уплачивается при эмиссии, которая сопровождает образование компании и выражает стоимость единичного пая. По эмиссионной цене акция продается на первичном рынке, эта цена может не совпадать с номинальной ценой из-за дополнительных расходов за посредничество. Рыночная (курсовая) цена акции — это текущая цена акции на бирже или во внебиржевом обороте, как правило, последняя котировка. Балансовая стоимость определяется на основе документов финансовой отчетности и исчисляется от деления чистой стоимости активов на количество выпущенных акций.

Курсовая стоимость акции зависит от ожидаемого дохода, который принесет акция. Конкретная цена акции определяется величиной чистой прибыли, соответственно дивидендами и темпами их роста, а также уровнем требуемой нормы доходности. Уровень требуемой нормы доходности акций определяется про-

центной ставкой по правительственным ценным бумагам (безрисковая норма доходности) плюс премия за риск. Основным элементом выступает безрисковая норма доходности; цена акции обратно пропорциональна уровню процентной ставки по правительственным облигациям. Величина премии за риск по рынку акций относительно стабильна (в США — 6 %); она почти равна разнице между доходностью акции и доходностью правительственных облигаций. В периоды экономического подъема обычно высокие прибыли сочетаются с низкими процентными ставками.

Не все акционерные компании могут пополнять свои фонды посредством выпуска акций. *Эмитентами* акций выступают только те акционерные общества, которые имеют право привлекать средства путем открытой (публичной) подписки на свои акции. В США акционерные общества с правом подписки называются публичными корпорациями (*Public Corporation*), в Великобритании — это публичные компании с ограниченной ответственностью (*Public Limited Company*), в России — открытые акционерные общества. Акционерные общества с правом эмиссии имеют листинг (регистрацию) и регулярную котировку на организованном рынке (на бирже). Общее количество листинговых компаний в мире с 1985 по 2002 г. увеличилось с 27 до 46 тыс., в том числе в развитых странах это увеличение составило около 34 %, в странах с развивающимися или формирующимися рынками — 150 %. В результате по количеству листинговых компаний эти группы стран к 2002 г. почти сравнялись.

Наибольшее количество компаний-эмитентов имеют США — 5,8 тыс. в 2002 г., Япония — 2,7 тыс., Великобритания — 2,4 тыс. Некоторые страны с формирующимися рынками имеют огромное количество фирм-эмитентов (Индия — 6,8 тыс., Китай — 1,2 тыс.), но совокупный уровень капитализации рынка акций и отдельных компаний в этих странах низкий. Зрелые рынки акций характеризуются значительной долей организованной торговли через биржи, высоким уровнем рыночной капитализации и отработанной системой организованного и правового обеспечения торговли акциями. Формирующиеся рынки развивающихся и переходных стран отличаются высокими темпами роста, доходностью, риском, низким уровнем рыночной капитализации и слабым механизмом правового регулирования.

Инвесторами в акции являются физические лица, корпоративные и институциональные инвесторы. Институциональные инвесторы в США и Великобритании обладают достаточными пакетами акций, чтобы контролировать корпорации. Однако они являются пассивными инвесторами, законодательство не позволяет им устанавливать прямой контроль над предприятием. Популярным способом мобилизации свободных сбережений для инвестирования в предприятия являются акционерные совместные фонды, число которых достигает десятков тысяч. Во второй половине 1990-х гг. доля США в объеме располагаемых средств составила 75 %, ЕС — 20 %, Японии — 5 %.

9-1.2. Институциональная система биржевой торговли акциями

За последние десятилетия произошли существенные изменения в биржевом Деле: сократилось количество фондовых бирж, и некоторые биржи изменили свою организационную структуру. Процесс концентрации в биржевом бизнесе

начался в 1973 г., когда в Великобритании произошло формальное объединение всех действовавших в этой стране фондовых бирж. Объединение фондовых бирж в Австралии в 1987 г., во Франции — в 1991 г., в Швейцарии и Италии — в середине 1990-х гг. В США действуют 8 фондовых бирж, включая НАСДАК. Значительное количество бирж сохраняется в странах с федеративным устройством и с большими территориями, но обычно подавляющая часть операций приходится на 1–2 биржи. В Германии, например, 80 % оборота производится на Франкфуртской фондовой бирже.

Национальные фондовые биржи различаются по юридической структуре и торговым характеристикам, но все биржи можно отнести к одному из трех основных типов организации рынка: публичные биржи, частные биржи и биржи, созданные банками. Публичные биржи сформированы как общественные институты, где брокеры назначаются правительством и пользуются монополией по всем транзакциям. Фондовые биржи, созданные государством, действуют во Франции, Бельгии, Италии, Испании, Греции и во многих странах Латинской Америки. Частные биржи организуются группами (ассоциациями) физических лиц и частных институтов для торговли ценными бумагами. Такие биржи расположены в англосаксонских странах: в США, Канаде, Австралии, Южной Африке, а также в странах, принявших англосаксонскую модель, — в Японии, на Дальнем Востоке.

В частных биржах саморегулирование сочетается с правительственным надзором, но доминирует саморегулирование. В отличие от стран с государственными традициями организации фондовых бирж, в странах с англосаксонской моделью организации бирж действует несколько бирж, которые конкурируют между собой за бизнес. В биржах банковского типа членство ограничено банковским сообществом (корпорацией). Такие биржи расположены в странах германского влияния: в Австрии, Швейцарии, Скандинавии. Их деятельность основана на Банковском акте Германии, в соответствии с которым только банки могут заниматься брокерским бизнесом. Деятельность бирж банковского типа регулируется национальным законодательством по биржам и банкам.

За последние десятилетия многие биржи изменили свою организационную структуру, все более превращаясь в публичные корпорации. Нью-Йоркская фондовая биржа была преобразована из ассоциации в корпорацию. НАСДАК превращается в публичную корпорацию путем продажи акций широкому кругу инвесторов. Лондонская фондовая биржа из ассоциации превратилась в корпорацию с ограниченной ответственностью, принадлежащую своим членам, и получила листинг на своей бирже. Первой листинговой компанией на своей бирже стала Австралийская фондовая биржа в 1998 г., которая из ассоциации превратилась в публичную компанию, акции которой торгуются на бирже.

Немецкая биржа представляет собой открытое акционерное общество, 81 % акций которого принадлежит банкам, 10 % — региональным биржам и 9 % — маклерам; она управляет Франкфуртской фондовой биржей и Немецкой биржей срочных контрактов. Дочерними предприятиями Немецкой биржи являются депозитарно-клиринговая система, информационная система, Общество содействия развитию фондовых бирж и финансовых рынков в Центральной и Восточной Европе. Немецкая биржа осуществила первый публичный выпуск своих акций (IPO) и превратилась в листинговую компанию.

Итальянская фондовая биржа, в прошлом государственное учреждение, стала акционерным обществом *Borsa Italiana S.p.A.*, где 63 % акций принадлежит банкам, 29 % — компаниям по ценным бумагам и 8 % — институциональным инвесторам. В составе ее совета директоров представители банков представляют большинство, один директор — иностранные банки, два директора — институциональных инвесторов, один директор — эмитентов. Стокгольмская фондовая биржа была преобразована в компанию с ограниченной ответственностью, в которой члены и эмитенты имели по 50 % в капитале, а потом стала публичной компанией, ее акции торгуются на самой бирже. Греческое государство продало контрольный пакет акций Афинской фондовой биржи брокерским фирмам, эмитентам и страховым компаниям, сохранив 45 % в капитале. Биржа Осло стала открытой (публичной) компанией. *Euronext* превратилась в листинговую компанию.

Процесс организационной перестройки бирж происходит в условиях жесткой конкуренции со стороны иностранных бирж и частных торговых систем. Конкуренция требует огромных затрат на технологическую модернизацию биржевого бизнеса, вынуждает биржи привлекать капитал со стороны, открываться для широкой группы инвесторов. Биржи стараются привлечь новых собственников в качестве акционеров или пайщиков, так как управление с участием внешних собственников более эффективно, поскольку считается, что они четко руководствуются целью получения прибыли. Процесс организационных преобразований бирж продолжается, но пока большая часть бирж остается в прежнем владении.

К торговле на биржах допускаются компании, прошедшие листинг. Требования листинга в США и Европе несколько различаются. Самые жесткие требования на Нью-Йоркской фондовой бирже; они заключаются в следующем:

- прибыль компании-эмитента до выплаты налогов за последний год должна составлять не менее 2,5 млн долл.;
- прибыль за два предыдущих года — 2,0 млн долл.;
- чистая стоимость материальных активов — 18,0 млн долл.;
- количество акций в публичном владении — 1,1 млн долл.;
- курсовая стоимость акций — 18,0 млн долл.;
- минимальное число акционеров, владеющих минимум 100 акциями, должны иметь в совокупности акций на сумму не менее 2 тыс. долл.;
- среднемесячный объем торговли акциями компании-эмитента — не менее 100 тыс. долл. в течение шести последних месяцев;
- требования по раскрытию информации — полная открытость и обязательство предоставления существенной информации по требованию биржи.

Требования листинга в Великобритании:

- доля акций у публики на официальном рынке — 25 %, на альтернативном рынке — 10 %;
- рыночная стоимость ценных бумаг на официальном рынке: акции — 700 тыс. ф. ст., облигации — 200 тыс. ф. ст. На альтернативном рынке ограничений нет;

- отчетность — опубликованный баланс за последние три года, заверенный аудитором;
- предоставляемая информация на официальном рынке — информация обо всех существенных изменениях в компании. Проспект эмиссии публикуется в центральной газете. На альтернативном рынке требуется проспект эмиссии в базе данных компании *Extel*.

Биржи различаются не только по организационной структуре, но и по прибыльности. Они являются высокорентабельными организациями, где отдача от капитала в среднем составила более 20 % в конце 1990-х гг., в частных биржах — 45 %. Биржи различаются по использованию прибыли: в одних биржах прибыль распределяется между собственниками — членами биржи, в других биржах прибыль не распределяется между собственниками биржи, и они считаются бесприбыльными организациями. Наиболее прибыльными оказались биржи, принадлежащие членам биржи, затем по прибыльности идут открытые публичные биржи, за ними следуют ассоциации.

В прибыльных биржах совокупные доходы в 1999 г. распределялись следующим образом: собственникам было выплачено в виде дивидендов почти 40 %, реинвестировано — 60 %. При этом на биржах Северной Америки вся прибыль была реинвестирована, Южной Америки — вся прибыль была выплачена в виде дивидендов, в Европе — 50 % прибыли выплачено в дивидендной форме, на биржах Азиатско-Тихоокеанского региона на дивиденды было направлено 14 % прибыли, остальная часть прибыли была реинвестирована.

Доходы бирж складываются из следующих поступлений: плата за торговые услуги составила 40 %, операционные доходы — 28 %, плата за листинг — 20 %, прочие — 12 %. Плата за торговые услуги и за листинг является наиболее стабильным доходом как не связанная с динамикой рынка. Плата за листинг складывается из единовременных платежей (40 %) и ежегодной платы (60 %). Операционные доходы биржи поступают от продажи информации и услуг по клирингу и урегулированию расчетов.

В Северной Америке биржи не занимаются расчетами, поскольку депозитарно-клиринговые организации там отделены от бирж. Операционные доходы состоят в основном из комиссионных платежей, остальную часть составляют платежи за аренду оборудования. В условиях жесткой конкуренции биржи стараются снизить комиссионные платежи, которые взимаются по регрессивной шкале, т.е. чем больше сделка, тем ниже комиссионные. Средняя стоимость комиссионных за одну сделку в Северной Америке в 2-2,5 раза ниже, чем в Европе и в Южной Америке.

При сравнении размеров бирж используются следующие основные показатели:

- по капитализации компаний-эмитентов, имеющих листинг на бирже;
- по количеству листинговых компаний;
- по обороту торговли акциями.

Крупнейшей биржей является Нью-Йоркская фондовая биржа (НФБ) с долей 36 % от совокупной капитализации национальных эмитентов стран мира в 2000 г.; доля Токийской фондовой биржи (ТФБ) составила 10 %, Лондонской фондовой биржи (ЛФБ) — 8,0 %. НАСДАК с долей 11 % считается внебирже-

вым рынком, но фактически по своим функциям не отличается от фондовых бирж.

По количеству эмитентов (листинговых компаний), чьи акции торгуются на бирже, первое место занимает НАСДАК, где в 2000 г. торговались акции 4726 эмитентов, в том числе иностранных эмитентов было 487. Второе место по этому показателю занимает Лондонская фондовая биржа, где котировались акции 2929 компаний, в том числе иностранных компаний было 501. На Токийской фондовой бирже котировались акции 2055 компаний, в том числе 41 иностранных; на Нью-Йоркской фондовой бирже — 2035 и 433 соответственно.

В тех странах, где существует несколько фондовых бирж, одна и та же акция может быть включена в листинг нескольких фондовых бирж, хотя для каждого эмитента существует основная биржа. Акции американских эмитентов могут иметь листинг одновременно на Нью-Йоркской фондовой бирже, на региональных и зарубежных биржах. На германских региональных биржах торгуют теми же акциями, что и во Франкфурте; на основных российских биржах (ММВБ, РТС и МФБ) торгуют теми же акциями. Во Франции с 1991 г. торговля всеми национальными акциями, независимо от места листинга эмитента, производится в Париже.

Акции национальных эмитентов все более активно торгуются на зарубежных рынках. Например, японская фирма *Toshiba* имеет листинг на девяти европейских фондовых биржах; немецкая компания *Volkswagen* обладает листингом на четырех испанских биржах и на Миланской фондовой бирже; немецкая фирма *Bayer* тоже получила листинг в Милане, & *Daimler Bern* в 1993 г. стала первой немецкой фирмой, имеющей листинг на Нью-Йоркской фондовой бирже. В связи с тем что в США торговля иностранными акциями напрямую запрещена, за исключением акций канадских эмитентов, акции иностранных эмитентов, получивших листинг на биржах США, — это американские депозитарные расписки (АДР) на иностранные акции, депонированные в американском банке, которые формально являются американскими ценными бумагами, торгуемыми в США.

По обороту торговли акциями первенство держат НАСДАК, Нью-Йоркская и Лондонская фондовые биржи. За 1998-2000 гг. торговый оборот акциями в системе НАСДАК увеличился на 260 %, в том числе акциями иностранных эмитентов — на 291 %; на Нью-Йоркской фондовой бирже — на 51 и 103 % соответственно; на Лондонской фондовой бирже — на 58 и 45 % соответственно; торговый оборот акциями национальных эмитентов на Токийской фондовой бирже увеличился за 2 года более чем в 3 раза (табл. 9.1).

Доля акций иностранных компаний в торговом обороте даже крупнейших бирж мира относительно невелика. В 2000 г. на НФБ она составила 10 %, НАСДАК — 4 %, на Немецкой бирже — 15 %. И только на Лондонской фондовой бирже акции иностранных эмитентов преобладали с долей 58 %. Компании развитых стран продают свои акции преимущественно на внутренних рынках, напротив, акции компаний стран развивающихся и с переходной экономикой торгуются на рынках развитых стран. На международном рынке обращаются также акции, эмитированные на рынках стран происхождения компаний и приобретенные нерезидентами. Большим спросом пользуются акции компаний США и других развитых стран.

Таблица 9.7
Оборот торговли акциями на биржах в 1998 и 2000 гг.

Рынок	1998		2000	
	Всего, млрд долл.	Иностранные эмитенты, млрд долл.	Всего, млрд долл.	Иностранные эмитенты, млрд долл.
НФБ	7318	561	11 060	1142
НАСДАК	5519	216	19 799	844
ЛФБ	2888	1843	4559	2669
ТФБ	751	0,7	2316	0,6
Немецкая биржа	1492	98	2120	221

За 1995-2000 гг. нерезиденты приобрели акций американских корпораций на общую сумму 426 млрд долл., причем сумма годовых закупок за эти годы возросла с 11 до 175 млрд долл. Основными покупателями были европейские страны, при этом совокупные закупки инвесторов из Великобритании, Германии и Франции составили около 60 %. В 1980-1990-е гг. в связи с приватизацией сначала в развивающихся странах, а затем и в постсоциалистических государствах нерезиденты приняли активное участие в приобретении бывших государственных предприятий, стоимость которых, как правило, недооценивается. Акции часто приобретаются и в обмен на долги, что позволяет скупать предприятия в странах-должниках по низкой цене.

9.1.3. Международные акции

Развитие рынка международных акций — это относительно новое явление. Этот рынок возник в 1983 г., когда канадская компания *AlcanandBell*, выпустила свои акции на международном рынке. Выход на международный рынок позволяет фирмам расширить финансирование за счет привлечения новых источников акционерного капитала. Возможны три способа выпуска акций на международный рынок. Первый способ заключается в том, что акции фирмы проходят листинг на бирже и продаются международным синдикатом в различных странах. Второй способ состоит в следующем: фирма одновременно осуществляет листинг своих акций на бирже в стране нахождения, а также на одной или нескольких биржах в других странах.

Третий способ предлагает выпуск настоящих международных акций, деноминированных в евровалютах. В этом случае акции фирмы проходят листинг одновременно на местной бирже и на одной или нескольких международных биржах. Акции выпускаются международным синдикатом в евровалютах. Объем рынка международных евроакций невелик, но его отличает высокая динамика. За 1990-2000 гг. годовой выпуск международных акций развитых стран возрос с 7,4 до 253 млрд долл., развивающихся стран — достиг 64 млрд долл.

Выпуск акций на международных рынках дает существенные преимущества. И позволяет фирме-эмитенту привлекать крупные ресурсы; он часто применяется при приватизации и служит средством формирования резервов для обратного выкупа. Приватизация происходит при продаже государственной фирмы частному сектору, создание резервов — при продаже частной фирмы государству. Международные выпуски расширяют объем и диверсификацию акционерной базы. На международном рынке акций доминируют институциональные инвесторы, в руках которых в основном концентрируется акционерная собственность.

Международный листинг улучшает имидж фирмы, повышает ее известность, предоставляет выбор. Процедура листинга на Лондонской международной бирже акций значительно проще, чем на Нью-Йоркской бирже. Это обстоятельство объясняет, почему именно Лондон стал мировым биржевым лидером в торговле международными акциями. Вторичный рынок международных акций активен и ликвиден, особенно на главных биржах мира — Лондона и Нью-Йорка. Инвесторы в международные акции приобретают международную диверсификацию портфеля и более благоприятный налоговый режим.

Выпуски международных акций бывают первичными и вторичными. При первичной продаже реализуются новые акции и компания-эмитент получает дополнительные фонды. При вторичной продаже существующие акции меняют собственника и компания не получает новых фондов. Самые крупные вторичные продажи происходили в 1980-е и 1990-е гг. во время приватизации, когда правительства распродавали свои акции. Большинство выпусков реализуется прямым предложением акций всем желающим за наличные.

Дополнительные выпуски акций могут быть проданы только уже существующим акционерам, такие выпуски называются с правом на покупку. При выпусках с правом на покупку акционеры получают определенное количество варрантов в соответствии с количеством уже имеющихся акций. Варранты позволяют купить определенное количество новых акций по официальной цене подписки. При желании акционера и в зависимости от котировки акций варранты могут быть проданы. Многие выпуски акций являются комбинированными, объединяя первичную и вторичную продажу акций. Такие выпуски акций осуществляются синдикатом подписчиков.

Синдикат, руководимый лид-менеджером, консультирует компанию-эмитента по вопросам процедурного и финансового характера. Синдикат выкупает выпуск акций и распродает их акционерам, получая за это комиссионные. Важнейшая задача синдиката состоит в оказании помощи по установлению цены выпуска акций, ибо компания не желает продавать свои акции дешевле, чем они стоят. С другой стороны, подписчики не хотят покупать акции по завышенной цене, поскольку они гарантируют выкуп всего выпуска и могут остаться с непроданными акциями.

Цена устанавливается на основе глубокого финансового анализа рейтинга выпускающей фирмы, сопоставляется с ценами конкурентов, учитываются и другие факторы. Затем синдикат и компания окончательно договариваются о цене. Процедура выпуска акций сложна и требует больших расходов. Если это не евроакции, то процедура регулируется законодательством страны выпуска. В частности,

в США необходимо представить в Комиссию по ценным бумагам проспект распределения выпуска, а также документ о регистрации. Этот документ должен содержать подробную информацию об истории фирмы и ее бизнесе, о ее планах на будущее и предполагаемых источниках финансирования.

Стоимость выпуска акций может быть достаточно высокой. Надо платить подписчикам, юристам, консультантам-специалистам, которые готовят проспект и регистрационный документ. Расходов требуют также регистрация, печатание, распределение акций. Процедура выпуска международных акций подобна процедуре выпуска евробондов. **Лид-менеджер** получает мандат от эмитента. Он ответственен за разработку и согласование всех условий выпуска, равно как и за организацию синдиката по его реализации. Синдикат состоит из группы менеджеров, группы андеррайтеров (подписчиков) и группы по продаже.

Члены группы менеджеров всегда являются известными международными финансовыми институтами. Они выбираются по принципу географической диверсификации, по способности разместить акции и по их связям с эмитентом. Группа андеррайтеров значительно больше группы менеджеров; ее задача состоит в первичном размещении ценных бумаг. Группа продажи обеспечивает продажу акций конечным инвесторам. Гонорары и комиссионные выплачиваются участникам выпуска соответственно их роли в выпуске. Гонорар получают все члены группы менеджеров; гонорар лид-менеджера специальный, и он значительно больше. Размер гонорара членов группы андеррайтеров зависит от того, на какую часть выпуска акций они выдали гарантии (подписались). Комиссионные членов группы продажи оплачиваются в зависимости от объема реализации акций.

До начала 1990-х гг. большинство выпусков делилось на транши (части), которые предназначались для размещения в определенных странах или зонах. Теперь применяется «метод корзины*», на основе которого все запросы от институциональных инвесторов концентрируются в руках лид-менеджера в общей «**корзине**». Такой метод обеспечивает больший контроль со стороны лид-менеджера, поскольку он знает, от кого поступил запрос. Метод «корзины» также не позволяет индивидуальным андеррайтерам зависеть запрос на подписку акций, который они могут гарантировать, или монополизировать подписку в определенной стране.

На международных рынках акций инвесторы и эмитенты встречаются с существенными различиями. Препятствием для иностранных инвестиций являются национальные различия в рисках и восприятии их инвесторами; в рыночных механизмах; в доступности и качестве информации; в бухгалтерских стандартах. На международных рынках могут возникнуть политические риски, а также дополнительные риски в связи с недостатком информации об условиях осуществления зарубежного инвестирования; валютные риски — в связи с неблагоприятным движением курсов валют; деловые и экономические риски — в результате спада деловой активности; риск ликвидности — истощение рынка, нехватка средств для покупки пакета акций.

Международный инвестор должен иметь доступ к необходимой информации при заключении сделки. Он должен иметь возможность отслеживать динамику зарубежных рынков акций и иметь доступ к обширной ежедневно обновляемой

базе данных с информацией по экономическим факторам, финансовым рынкам и рынкам отдельных ценных бумаг. По объему, качеству, доступности информации впереди идут биржи Нью-Йорка, Лондона, Токио.

Препятствия для международных инвесторов могут создавать различия в механизмах национальных рынков акций. Некоторые рынки испытывают недостаток ликвидности, при этом торговля концентрируется на одном или нескольких выпусках акций нескольких крупных компаний, хотя зарегистрированы на биржах десятки фирм. Это наблюдается на биржах Милана, Брюсселя, Амстердама, Осло и др. Страны с такими рынками непривлекательны для иностранных инвесторов, их беспокоят возможная нехватка ликвидности и несовершенный механизм цен.

В некоторых странах (Италии, Германии) фондовые биржи не являются монополистами по торговле ценными бумагами, которыми активно торгуют и банки на внебиржевом рынке. На некоторых рынках расчеты по операциям могут затягиваться на несколько дней после дня торговли, цены за это время могут измениться. Трансакционные издержки на совершение сделки, включая комиссионные, налоги, денежные переводы за границу, различаются по странам. Государственное регулирование иногда ограничивает размер иностранных инвестиций в пакетах акций местных фирм (Таиланд, Малайзия), устанавливает другие запрети-тельные и ограничительные нормы (Корея, Тайвань).

Унифицированных международных стандартов бухгалтерского учета пока не существует; над этим работает Международный комитет по бухгалтерским стандартам. Американские фирмы в соответствии с американским законодательством при составлении сводных финансовых отчетов включают в них результаты деятельности своих зарубежных подразделений. Большинство корпораций публикуют сводные финансовые отчеты, которые включают материнские и дочерние фирмы, но при этом часто не выделяют свои основные дочерние компании. Многие корпорации не включают в свои отчеты зарубежные филиалы, например, немецкие фирмы включают в отчеты только филиалы, расположенные в Германии.

9.2. Факторы динамики капитализации рынка акций

9.2.1. Динамика и объем мирового рынка акций

Динамика рынка акций определяется по капитализации рынка и по обороту торговли акциями. Капитализация (или объем) рынка акций рассчитывается по совокупной курсовой стоимости акций компаний, имеющих регулярную котировку. Капитализация мирового (глобального) рынка акций в 1980 г. оценивалась в 2,7 трлн долл., в 1990 г. - 9,4 трлн долл. За 1990-1999 гг. капитализация рынков акций увеличилась в 3,8 раза и достигла максимума в размере почти 36 трлн долл.; к 2002 г. она упала до 21 трлн долл. (табл. 9.2).

На мировом рынке акций доля развитых стран снижается, уступая место странам с формирующимися рынками; в 2002 г. она составила 89 %, в 1990 г. - 93 %. В целом рынок акций развитых стран в 1980-1998 гг. отличался стабильностью и равномерными темпами роста; за 1999-2002 гг. он сократился на 43 %. Динамика расширения рынка акций в странах с формирующимися финансовыми рынками более высокая

и менее равномерная. За 1980-1990 гг. капитализация акций формирующихся рынков возросла в 6,3 раза, в 1990-1999 гг. — в 4,7 раза; за 1999-2002 гг. сокращение составило 23 %. Их доля в мировой капитализации акций за 1980-2002 гг. возросла с 3,5 % до 10,5 %. О динамике рынка акций свидетельствует мировой оборот торговли акциями. За 1985-1995 гг. он увеличился в 6,2 раза и составил 10,2 трлн долл., к 2000 г. — возрос до 53,4 трлн долл.; в 2001 г. составил 41,8 трлн долл. Доля США в мировом торговом обороте акциями превышает 60 %, стран с формирующимися рынками — 7 %.

Акции реализуются в основном на внутренних рынках компаний-эмитентов. Тем не менее все возрастающее количество акций продается на международных рынках или приобретается нерезидентами на внутренних рынках эмитентов. Капитализацию международного рынка акций можно определить по активам или обязательствам стран мира по акциям. Совокупные активы только развитых стран по акциям с 1992 по 2001 г. увеличились в 5,5 раз и составили 4,4 трлн долл.; их обязательства за тот же период увеличились в 4,7 раз и составили 4,7 трлн долл.

Таблица 9.2
Капитализация мировых рынков акций в 1980-2001 гг.¹

Страна	Объем рынка акций (млрд долл.)			
	1980	1990	1999	2001
Всего	2728	9398	35 929	27 675
Развитые страны	2631	8785	32 936	25175
США	1448	3059	16773	13984
Великобритания	205	848	2955	2149
Германия	71	355	1432	1071
Франция	54	314	1503	1174
Япония	379	2917	4455	2264
Развивающиеся страны	96	613	2992	2500
Бразилия	9	16	227	186
Мексика	13	32	154	126
Индия	7	58	185	111
Китай	н.д.	2	319	530
Корея	4	10	306	256
Россия	-	-	41	70

В 1998 г. развитые страны продали нерезидентам 16 % акций своих компаний, остальные 84 % приобрели местные инвесторы. В том же году в общем объеме

купленных акций инвесторами из развитых стран доля акций компаний-нерезидентов составила 14 %, местных компаний - 86 %. Таким образом, доля международного рынка акций в глобальном рынке, по нашим оценкам, в 1999 г. равнялась 14-16 %. Международный рынок акций расширяется опережающими темпами, поскольку динамика продаж акций нерезидентам значительно опережает динамику реализации акций среди внутренних инвесторов.

На динамику мирового рынка акций в долговременном периоде большое влияние оказали многие причины общеэкономического характера:

- » переход к системе плавающих валютных курсов позволил использовать дополнительные возможности увеличения доходов и диверсификации рисков;
- дерегулирование финансовых рынков;
- рост ликвидности и активизация деятельности институциональных инвесторов;
- развитие научных исследований по международной диверсификации портфеля активов и повышение их роли в стратегии контроля и в регулировании портфелей;
- увеличение фонда ликвидности, доступного международным инвесторам, благодаря расширению рынка евровалют и национальных денежных рынков;
- модернизация и повышение конкурентоспособности фондовых бирж.

В 1975 г. Нью-Йоркская фондовая биржа, а затем биржи и других стран перешли на гибкие комиссионные по операциям с ценными бумагами. Это вызвало растущую конкуренцию между местными и зарубежными биржами за привлечение допускаемых по листингу на биржу ценных бумаг и расширение торговли этими бумагами. В Лондоне произошел «большой шок» (*Big Band*), и Лондонская биржа была трансформирована в Международную финансовую биржу. После этого биржи континентальной Европы подверглись модернизации в области торговли ценными бумагами, и некоторые биржи пережили свой «большой шок».

В Испании, например, парламентская реформа финансового рынка произошла в течение шести недель после 28 июля 1989 г. Фондовые биржи Испании были оснащены современным электронным оборудованием, ряд фондовых бирж были объединены электронными средствами связи, были введены новые правила работы. Испанские реформы имели своей целью сделать рынки более прозрачными и расширить их в качестве источника долгосрочного инвестирования в промышленность. После реформы участие индивидуальных инвесторов в операциях на фондовом рынке превысило 50 %; доля иностранных инвесторов составила почти 25 %.

9.2.2. Курсовая стоимость акций и фондовые индексы

На динамику капитализации рынка акций (табл. 9.3) прямое влияние оказывают изменение курсовой стоимости акций, количество акций, а также число компаний, выпускающих акции в публичную продажу широкому кругу инвесторов. Рост капитализации рынка и доходность акций происходят в основном за счет повышения курсовой стоимости акций. Курсовая (рыночная) стоимость акций и доходы на акцию находятся в прямой зависимости от общеэкономического роста, ибо в основе фиктивного капитала лежит реальный капитал.

¹ Рубцов Б. Б. Мировые рынки ценных бумаг. — М: Экзамен, 2002. — С. 23.

Количество акционерных обществ, имеющих официальную котировку на фондовых биржах, по которым рассчитывается капитализация, в развитых странах не претерпевает существенных изменений. В странах с формирующимися рынками отмечается бурный рост, но эти компании оказывают слабое влияние на общие показатели мировых рынков.

Динамика рынка акций совпадает с динамикой экономического роста. Но движение фиктивного капитала подчиняется собственным закономерностям и при совпадении векторов движения с капиталом реальным их темпы могут существенно различаться. Движение цен на акции связано не только с объективными экономическими факторами, но и с чисто спекулятивными моментами. В результате этого движение фиктивного капитала даже в стабильных развитых странах может характеризоваться очень резкими колебаниями.

Таблица 9.3
Динамика курсов акций в развитых странах в 1987-1991 гг.¹

Страна	Рыночная стоимость акций по отношению к базовому 1985 г. (в %)				
	1987	1988	1989	1990	1991
США	159	147	179	188	206
Япония	196	214	258	219	188
Великобритания	164	147	177	173	174
Германия	124	106	136	161	138

Динамика курсовой стоимости акций измеряется фондовыми индексами. Индексы фондового рынка позволяют измерить место национального рынка. Они также используются в ценовых моделях активов для управления портфелями. Большинство национальных рынков имеют один или несколько индексов. Например, в США используется много индексов, наиболее распространены *Dow Jones Industrial, the Standard and Poor's 500, the NYSE Composite, the Nasdaq, the AMEX*; в Великобритании — *the FT-SE 100 FT All Share Indexes*; в Японии — *the Nikkei Average*; в Гонконге — *the Hang Seng*; во Франции — *the CAC 40*. Индексы публикуют и некоторые наиболее авторитетные газеты.

Имеются и международные индексы. Например, *Morgan Stanley Capital International* публикует Мировой индекс (*World Index*), европейский индекс (*Europe Index*), индекс Европы, Австралии и Дальнего Востока (*Europe, Australia, and the Far East Index (EAFE)*). Имеется несколько индексов, характеризующих акции стран с формирующимися финансовыми рынками. Международная финансовая корпорация (МФК) выпускает индексы фондовых рынков, как, например, *the IFC Global*, который включает большинство развивающихся стран; индекс МФК *the IFC Investable* охватывает все биржи стран с формирующимися рынками, которые доступны нерезидентам. МФК публикует также индексы для Латинской Америки, Азии, Европы и Среднего Востока.

Исследование фондовых индексов за длительный период характеризует экономическое развитие национальной экономики в целом, позволяет провести сравнительный анализ тенденций развития отдельных стран и регионов. Например, фондовый индекс США за 1989-1999 гг. вырос в 3,7 раза и составил 1421 базисных пунктов (31 декабря 1969 г. — 100); Европы — в 3,1 раза и достиг 1597 базисных пунктов; Великобритании — в 2,7 раза и составил 1477 базисных пунктов; Латинской Америки — в 4,7 раз и составил 3430 базисных пунктов; Японии — снизился на 31,7 % и составил 2949 базисных пунктов.

Высокая динамика фондовых индексов, на порядок превосходящая темпы роста реального сектора, надувает «пузыри», т. е. чрезмерно поднимает курсовую стоимость акций, отрывая ее от реальной стоимости. «Пузырь» образуется под воздействием высокого спроса инвесторов, которые ожидают дальнейшего повышения курсовой стоимости акций. Когда разбухание фиктивного капитала достигает определенной точки, достаточно небольшого толчка, чтобы цены стремительно полетели вниз под давлением действий инвесторов, которые сбрасывают акции, сдувая тем самым «пузырь».

Показателем наличия «пузыря» может служить отношение капитализации рынка акций к ВВП. Для США за длительный промежуток времени средний показатель капитализация/ВВП составил 60 %, в 1999 г. он был равен 151 % ВВП, что явно свидетельствовало о наличии «пузыря». Вторым показателем, свидетельствующим о завышении цен на акции, является отношение капитализации к бухгалтерской стоимости акции, или чистая стоимость акций. Этот показатель для США составил в 1920-1980-е гг. 2, в 1998 г. — 9, что явно свидетельствовало о том, что цены на акции чрезмерно завышены.

Динамика курсов акций за 1985-1991 гг. более-менее отражала развитие реальной экономики (рост ВВП). В 1990-е гг. темпы расширения фиктивного капитала, особенно в США, обгоняли рост экономики. Экономический рост в США продолжался 10 лет; в конце 1990-х гг. в США происходило перераспределение финансовых ресурсов в пользу новых отраслей. В связи с этим наблюдался рекордный объем первичных эмиссий высокотехнологичных компаний, в то время как традиционные компании скупали свои акции. Доля США в мировой капитализации акций поднялась с 32 % в 1990 г. до 47 % в 1999 г., Великобритании — снизилась с 9 до 8 %; Японии — с 31 до 12 %.

В 1990-е гг. рост капитализации рынка акций был связан с ростом курсов акций, прежде всего компаний высоких технологий. Наибольший прирост курсов акций произошел с октября 1998 г. по февраль-март 2000 г. Цены на американские акции за этот период поднялись на 68 %, в том числе на акции высоких технологий на 181 %, других — на 28 %. Курс Доу-Джонса, представляющий фирмы различных отраслей, в 1999 г. преодолел рубеж в 10 000, а в январе 2000 г. он вырос до 11 772. Индекс Н АСД АК, где преобладают акции корпораций высоких технологий, в том числе ведущих интернет-провайдеров, почти вдвое превысил уровень 1998 г. и с четвертого квартала последовательно преодолел 3-, 4- и 5-тысячные рубежи при нулевой прибыли.

Высокая биржевая оценка акций компаний информационных технологий и ее отрыв от реальной экономики в определенной степени опираются на стремительный темп развития инноваций. Информационные фирмы накопили огромные

¹ Main Economic Indicators, OECD, April 1991.

фонды неспециального капитала, не отражаемого в бухгалтерских документах и не показанных в реальной экономике. Это результаты исследований и разработок, патенты, ноу-хау, современные организационные структуры, управленческий и иной опыт высококвалифицированных специалистов.

В период чрезмерного роста курсов акций увеличение цен на акции компаний Франции, Германии, Японии и Великобритании было выше, чем в США. И падение цен в Германии и Японии было более глубоким, чем в США. Из пяти ведущих стран мира меньше всех пострадала Великобритания, где общее снижение цен на акции составило 9 %, по акциям высоких технологий — 52 %, акции других компаний показали рост на 19 %. В 1999-2000 гг. в ряде стран такие показатели, как дивидендная доходность по акциям (4,6 % в 2000 г.), коэффициент цена/прибыль (32 в конце 1999 г.), достигли экстремальных значений за последние 30 лет. Показатель цена/прибыль у высокотехнологичных компаний США в марте 2000 г. составил 53, по акциям НАСДАК — 186, в Японии — 169 (табл. 9.4).

Таблица 9.4
Изменение цен на акции с октября 1998 г. по апрель 2001 г.

Страны	Технологические компании	Нетехнологические компании	Всего
Изменение цен на акции в период: октябрь 1998 г. — февраль-март 2000 (%)			
США	181	28	68
Франция	350	69	116
Германия	308	46	90
Великобритания	214	13	43
Япония	271	41	83
Изменение цен на акции в период: февраль-март 2000 — апрель 2001 (%)			
США	-52	5	-22
Франция	-48	7	-14
Германия	-62	-4	-25
Великобритания	-52	19	-9
Япония	-53	-8	-25

Похоже на то, что к концу 1990-х гг. завершился очередной долгосрочный подъем на рынке акций, после которого возможен длительный спад. В XX в. можно выделить три долговременных подъема на рынке акций США: первый — с начала века до конца 1920-х гг.; второй — с середины 1950-х до середины 1960-х гг.; третий — сначала 1980-х до конца 1990-х гг. Эти волны отчетливо просматриваются при сравнении величины капитализации американских акций с ВВП. Каждый предшествующий пик находился на более низкой отметке, чем последующий:

1929 г. - 75 % ВВП, 1968 г. - 106 % ВВП, 1999 г. - 181 % ВВП. Во всех случаях период длительного роста сменялся периодом длительного спада.

К 2000 г. США подошли с перепроизводством, избыточным накоплением товарных запасов, уменьшением прибылей компаний, снижением темпов экономического роста и падением цен на акции. Массовый сброс акций молодых компаний высоких технологий, преимущественно информатики и связи, начался с марта 2000 г. Больше всего пострадали инвесторы в акции компаний, связанных с Интернетом и в основном предоставляющих услуги по торговле.

Это явилось закономерным результатом, ибо цены на эти акции были резко завышены, а компании не имели прибыли. Индекс НАСДАК, а именно здесь имеют листинг компании новых отраслей, сократился на 1/3, за весну 2000 г. Летом 2000 г. курсы акций американских высокотехнологичных компаний несколько выросли, но остались на 15 % ниже пиковых значений. В этих условиях инвесторы сделали ставку на фирмы, производящие оборудование и программное обеспечение. Именно эти компании в последние годы имели высокие прибыли и темпы роста. Спад на рынке акций негативно повлиял на экономику США, поскольку она в большей степени зависит от рынка акций, чем экономики других стран.

Обвал на рынке акций грозил снижением курса доллара к другим валютам. Дефицит по текущим расчетам США покрывается в значительной мере закупками американских ценных бумаг нерезидентами, которые предпочитают акции. В 1990-е гг. именно акции давали наибольшую прибыльность (в 1995 г. 24 % годовых) и стимулировали потребительский спрос в США более, чем трудовые доходы. Население, как и предприниматели, использовало заемные средства для покупки акций. Однако отношение долгов к имуществу населения в 1999 г. снизилось до 41 % против 48 % в 1996 г. В 1999 г. стоимость акций у населения США достигла 13,3 трлн долл., что составило около трети собственности домашних хозяйств.

С учетом инвестиционных компаний половина населения США являлась держателем акций, без учета - 25 %; в Великобритании 23 % населения имели акции, во Франции - 10 %, в Германии - 8 % в Японии - 9 %, в Австралии и Канаде - около 40 %. Общее падение курсов акций произошло почти на всех зрелых рынках; в плюсе оказались Канада, Италия, Швейцария. В марте 2001 г. европейские рынки пошли вниз вслед за американским рынком. С февраля начала ухудшаться ситуация в Японии. Индекс *Nikkei-225* опустился до уровня 1984 г.; однако, надувшийся еще в 1980-е гг. «пузырь» не сдулся до конца. Для Японии падение цен на акции грозит банковским кризисом, поскольку банки засчитывают часть своих инвестиций в акции как собственный капитал. Падение курсов акций приводит к уменьшению капитальной базы банков и тем самым ограничивает возможности кредитования.

Замедление темпов роста новейших отраслей США негативно отразилось на фондовых рынках Кореи и Тайваня, чья электронная промышленность является экспортноориентированной. Следуя за динамикой НАСДАК, эти рынки закончили 2000 г. со снижением на 51 и 41 % соответственно. Почти все индексы стран с формирующимися рынками в 2000 г. упали. Российский рынок акций снизился почти на 20 %. В Турции произошел кризис, фондовый индекс в национальной

1 IMF. International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues, — Wash., August 2001. - P. 11.

валюте за год упал на 40 %. в долларовом выражении значительно больше, учитывая девальвацию турецкой лиры.

9.2.3. Показатели доходности акций

Доходность акций определяется следующими показателями: текущая (дивидендная) доходность; годовая доходность, отношение цена/прибыль. Текущая доходность акции измеряется отношением дивиденда к цене акции в процентах. Показатель дивидендной доходности во всех развитых странах в среднегодовом исчислении за ряд лет примерно одинаков (4-5 %), а в долговременном периоде он почти не меняется. Среднегодовой уровень дивидендной доходности во второй половине 1990-х гг. снизился под давлением роста курсовой стоимости.

В 2000 г. текущая доходность акций в Германии была равна 2,7 %, во Франции — 4 %, в Великобритании — 4,7 %, в Нидерландах — 4,6 %, в США — 3,6 % (1999), в Швейцарии — 1,7 %, в Японии — 1,3 %. Текущая доходность по основным биржам несколько отличается от общестрановых показателей. Так, в 2000 г. текущая среднегодовая доходность на Нью-Йоркской бирже составила 1,1 %; на Токийской бирже — 1,0 %.

Коэффициент цена/прибыль означает отношение цены акции к чистой прибыли компании в расчете на одну акцию за определенный период. Для большинства зрелых (развитых) рынков среднегодовое отношение цена/прибыль находится на уровне 12-18. Показатель цена/прибыль особенно сильно увеличивается в периоды экономического подъема, который часто сочетается с биржевой активностью. В 1999-2001 гг. коэффициент цена/прибыль за счет роста курсовой стоимости акций достигал в отдельные периоды очень высоких значений: в США — 28-25, в Японии — 81-89, в Великобритании — 28-36, в Германии — 23-30. К апрелю 2001 г. произошло снижение коэффициента цена/прибыль, но во всех странах он был выше среднеисторического уровня.

9.2.4. Приватизация государственной собственности

Приватизация, слияния и поглощения компаний оказывают существенное влияние на рынок акций, поскольку результатом этих процессов часто бывают образование новых компаний-эмитентов и выпуск акций. Приватизация началась в 1980-е гг., и в 1990-е гг. она приняла массовый характер, охватив все страны. Мировой денежный доход от приватизации с 1990 по 1997 г. увеличился в 5,2 раза и приблизился к своему годовому максимуму — 157 млрд долл.; в 1998-1999 гг. среднегодовой доход равнялся 138 млрд долл. Всего за 1990-1999 гг. средства, полученные от приватизации во всех странах мира, приблизились к 900 млрд долл. Доля развитых стран в общей сумме доходов от приватизации равнялась 70 %, в том числе стран ЕС — 42 %, стран с формирующимися рынками — 30 %.

По некоторым оценкам, за 1980-е гг. в мире было приватизировано около 7 тыс. крупных и средних предприятий, но основные приватизационные проекты осуществлялись в 1990-е гг. В 1980-е гг. в США были проведены последние продажи государственной собственности; в Великобритании при правительстве М. Тэтчер прошла широкомасштабная приватизация. Затем приватизационные программы начали осуществляться в других развитых странах, охватив прежде всего энергетику и связь. Основным методом приватизации в развитых странах

была открытая подписка на акции приватизируемых предприятий, которая способствовала увеличению капитализации рынка акций и появлению миллионов мелких вкладчиков. Использовался и метод купленной сделки, суть которой состоит в продаже акций синдикату подписчиков и выкуп оставшихся акций самой компанией.

Приватизационные программы английского правительства были реализованы в 1990-1997 гг., и общая сумма денежных доходов составила 64 млрд долл. В других странах эти программы осуществлялись в основном во второй половине 1990-х гг. Сумма доходов от приватизации в Италии за 1990-1999 гг. составила 90 млрд долл. Продажа акций крупнейшей государственной энергетической компании *ENI* в 1995-1998 гг. на сумму более 20 млрд долл. снизила участие государства в этой компании до 39 %. Итальянское правительство продало 45 % акций компании *Telecom Italia*, 34 % электроэнергетической компании *ENEL*. Приватизации подверглись авиационная компания *Alitalia*, римские аэропорты, национальный банк труда.

Германское правительство было более сдержано в приватизационном процессе. Тем не менее в 1999 г. именно приватизация немецкой телекомпании *Deutsche Telecom* было крупнейшей акцией года. В 1997 г. было продано 37,5 % акций авиакомпании *Lufthansa*, в 1998 г. была осуществлена продажа акций Почтового банка. В 1998 г. была осуществлена крупная приватизация в Швейцарской телекоммуникационной компании *Swisscom* на сумму 4,4 млрд долл. С 1993 г. началась приватизация в Испании. Широко продавались акции банковской группы *Argentaria*, нефтегазовой компании *Repsol*, табачной компании *Tabacalera*, компании информационных технологий *Indra*, электроэнергетической компании *RedEletrica Espana* и др. Наиболее значительные эмиссии были проведены в 1998 г., когда правительство получило 12 млрд долл. от приватизации.

Во Франции роль государства в экономике всегда была значительнее, чем в других странах; это наложило отпечаток и на приватизацию. В 1986-1988 гг. во Франции были приватизированы 14 крупных промышленных, банковских и финансовых групп, среди которых такие компании, как *Sen Goben*, *Matra*, *KGE* (теперь *Alkatel*), *Paribas*, *Suez* и др. К массовой приватизации французское правительство приступило в 1993 г. и в 1994-1999 гг. Франция вышла на одно из первых мест среди европейских стран по темпам и масштабам приватизации. За эти годы были проданы пакеты акций компании связи *France Telecom*, авиационной компании *Air France*, инвестиционной компании *Credit Lyonnais* и др.

В ряде крупных компаний военно-стратегического профиля правительство Франции удерживает значительные пакеты акций, а также использует «особые акции», впервые введенные в Великобритании под названием «золотые акции». Такие акции не подлежат продаже в течение ряда лет и предоставляют исключительные права держателю (государству) в управлении предприятием. В предприятиях с «особыми акциями» государство может назначить двух членов административного совета компании, обладает правом вето на продажу акций, определяет предел концентрации капитала в одних руках. Для иностранных инвесторов, участвующих в капитале приватизируемых предприятий, введен 20 %-ный порог.

Из ограниченного числа юридических лиц государство формирует группу так называемых стабильных акционеров, которые обязуются не продавать свою долю акций в приватизируемой компании в течение ряда лет (обычно 2 года). Как правило, это промышленные или финансовые партнеры данной компании, возможны и иностранные участники. Каждый член группы владеет 0,5-5 % капитала, в совокупности они держат до 30 % акций компании. В конце 1990-х гг. большинство крупных компаний Франции начали широко распространять свои акции среди наемных работников, однако их доля в капитале незначительна. Например, в компании *Thomson-KSFe* 2000 г. 35 тыс. работников были акционерами компании с совокупной долей в ее капитале в размере 1,5 %.

Правительство Японии начало приватизацию в 1980-е гг., но наиболее масштабные программы были реализованы в 1993-1999 гг. С 1995 г. японское правительство проводит санацию банков. Около $\frac{3}{4}$ государственных вливаний сделаны в форме покупки привилегированных акций банков с правом их конвертации в обыкновенные акции с разными сроками погашения. Правительство Японии продает санированные банки иностранным или смешанным консорциумам с участием местного капитала. В Австралии приватизацию проводили федеральное правительство и власти штатов.

Образование новых компаний связано с выпуском новых акций, ростом первичных размещений. В 1993 г. в Европе были произведены 200 первичных размещений, в 1997-1999 гг. — 500-700. В США первичных размещений было значительно больше за счет образования новых компаний в области высоких технологий. В развивающихся странах основным способом разгосударствления выступает инвестиционный конкурс, при котором в открытую продажу поступает не более 10 % акций. Такое разгосударствление не дает существенного увеличения капитализации рынка акций. В развивающихся странах процесс приватизации активизировался в значительной мере под давлением кредиторов.

США поддерживали приватизацию в развивающихся странах; они создали Бюро по частному предпринимательству при Агентстве по международному развитию, которому вменялось в обязанность предоставлять займы, способствующие приватизации в развивающихся странах. Всемирный банк и МВФ провозгласили политику структурной адаптации экономики развивающихся стран, в связи с которой на смену кредитам под государственные проекты пришли займы, направленные на стабилизацию финансового положения, развитие частного сектора, проведение программ приватизации. Основу новой политики международных кредитных организаций составил доклад исследовательской группы экспертов МБРР, опубликованный в 1981 г. Авторы доклада впервые отметили неэффективность многих государственных предприятий и рекомендовали приватизацию.

Эти рекомендации получили отклик в самих развивающихся странах, где нарастало разочарование в возможностях государства эффективно управлять экономикой. Крупные приватизационные программы проводились в странах Латинской Америки, особенно в Бразилии, где выручка от приватизации в 1997-1998 гг. составила 42,5 млрд долл.; в 1998-2000 гг. подлежала продаже государственная собственность на сумму 85 млрд долл. В Мексике доход от приватизации за 1988-1997 гг. равнялся 29 млрд долл., в Аргентине — 19 млрд долл. Покупателями приватизированных пред-

приятий выступают нерезиденты и местный капитал. В приватизации энергетической отрасли Латинской Америки активную роль играет частный капитал Чили, имеющий широкие контакты в США и Европе.

Азиатский валютно-финансовый кризис несколько притормозил приватизацию в пострадавших странах, а затем процесс разгосударствления возобновился с новой силой под давлением кредиторов, которые требовали ускоренной либерализации и разгосударствления экономики. После кризиса правительство Кореи вышло на внешние рынки со своими акциями путем размещения АДР. Другие азиатские развивающиеся страны, пострадавшие во время кризиса, с 1999 г. продолжили процесс разгосударствления экономики.

В странах с переходной экономикой эффективность приватизации в смысле ее воздействия на формирование капитализации рынка акций была еще ниже. В странах Центральной и Восточной Европы, а затем и в государствах бывшего СССР приватизация началась в 1990-е гг. Общее количество приватизированных предприятий в этих странах к 1997 г. достигло 60 тыс. В странах с переходной экономикой использовались следующие способы приватизации:

- * реституция, т. е. возврат прежним собственникам или их наследникам;
- * коммерческий конкурс и продажа акций;
- * выкуп управляющими;
- * выкуп работниками;
- * ваучерная приватизация с равным доступом населения.

Разгосударствление посредством реституции, выкупа предприятия работниками или управляющими не дают прироста количества котируемых акций и капитализации. Но в дальнейшем эти частные предприятия могли приобрести соответствующий статус и стать эмитентами. В Венгрии и Эстонии преобладала продажа государственных предприятий иностранным инвесторам. Ваучерная приватизация была реализована в Чехии и Литве. В России тоже проводилась ваучерная приватизация, но по существу основным методом стал выкуп государственных предприятий управляющими и работниками. Массовая ваучерная приватизация, как основанная на привлечении большого числа акционеров, призвана обеспечивать быстрое создание ликвидного рынка акций.

9.2.5. Слияния и поглощения компаний

Концентрация капитала посредством национальных и трансграничных слияний и приобретений или поглощений (*mergers and acquisitions — M&A*) компаний получила большое распространение с 1980-х гг. Это связано с тем, что слияния и приобретения являются способом зарубежного инвестирования, который имеет определенные преимущества перед инвестированием «с чистого листа», т. е. во вновь создаваемое предприятие. Вместе с фирмой инвестор приобретает обученные кадры, клиентов, деловые контакты, развитие которых требует годы работы. Слияния и приобретения могут быть горизонтальными, вертикальными или конгломератными.

При горизонтальных операциях объединяются фирмы, занятые в одном и том же бизнесе; при вертикальных — фирма посредством объединения с другой фирмой приобретает первичные стадии производства или, наоборот, более технологичные. Конгломератные формы означают объединения фирм, занятых в разных

сферах бизнеса. В прошлом веке было несколько волн слияний и поглощений, которые закончились кризисами (1904, 1929, 1969, 1990); последняя волна конца 1990-х гг. не оказалась исключением. Участники слияний и поглощений руководствуются самыми разными мотивами, некоторые из них вполне реальны, другие возможны или сомнительны. Тем не менее масштабность этих процессов, особенно в 1990-е гг. в преддверии создания еврозоны и введения евро, свидетельствует об их эффективности.

В 1987 г. объем финансирования сделок по слияниям и поглощениям компаний составил менее 100 млрд долл., в 1999 г. - 720 млрд долл. В 1980-1999 гг. общее число таких сделок в мире ежегодно возрастало на 42 %, при этом на долю слияний приходилось 3 % сделок, поглощений — 97 %. Горизонтальные слияния и поглощения составляют половину всех трансграничных сделок по количеству и 70 % по стоимости. Оставшаяся часть приходится на вертикальные и конгломератные сделки. К 1997 г. совокупная сумма слияний и поглощений равнялась 1,7 трлн долл., в 1998 г. — 2,6 трлн долл., при этом доля трансграничных сделок составила 25 %.

За 1990-2000 гг. годовой объем трансграничных (международных) слияний и поглощений возрос в 7,6 раза и составил 1144 млрд долл. Среднегодовые темпы роста международных слияний и поглощений увеличились с 23-26 % в 1986-1995 гг. до 50 % в 1996-1999 г.; они достигли пика в 1998 г. (74 %) и снизились к 2000 г. до 49 %. Лидерами процесса концентрации капитала были американские компании, доля которых в мировом объеме слияний и поглощений составила в 1998 г. 63 % (1,6 трлн долл.), компаний стран Западной Европы — 30 % (600 млрд долл.). В США и Западной Европе процесс концентрации протекал в основном на национальном уровне. Промышленные компании и финансовые институты стран ЕС консолидировали свои позиции на внутреннем рынке перед введением евро.

Слияния в США и в Европе охватывали фирмы внутри одной и той же отрасли. Мотивом являются стратегические задачи расширения рынка с целью получения экономии за счет масштабов охвата. Слиянию и поглощению компаний благоприятствовала высокая конъюнктура рынка акций; в свою очередь, слияния и поглощения стимулировали активность на рынках акций и других международных финансовых рынках. В связи с объединениями расширялся список первоклассных акций («голубых фишек»), и увеличивался спрос на акции объединенных компаний. Включение в национальные фондовые индексы новых «голубых фишек» гарантировало спрос со стороны крупных институциональных инвесторов.

Росту курса акций способствовало активное участие нерезидентов, которые увеличили закупки акций, например, американских компаний в 1997 г. в 5,6 раза по сравнению с предыдущим годом. В 1998 г. активность нерезидентов на американском рынке акций несколько снизилась в результате их бегства в надежные долговые ценные бумаги. В 1999 г. иностранные закупки американских акций удвоились; в 2000 г. они увеличились еще на 63 % и почти сравнялись с закупками корпоративных бондов. Процесс концентрации капитала усилил различия в динамике курсов акций крупных и мелких/средних компаний. Курсы акций средних и мелких компаний росли медленнее, чем крупных компаний, или даже сни-

жались. Так, например, с июня 1998 г. по март 1999 г. курс акций первой десятки американских промышленных компаний поднялся на 50 %, а курс акций 2000 г. американских компаний снизился на 10 %.

Иностранные инвесторы проявили интерес к недооцененным акциям японских компаний, объем закупок которых в 1999 г. был в 2 раза выше уровня 1998 г. В рамках программы санации банковской системы в Японии происходят слияния банков в форме образования финансовых холдингов. К осени 2000 г. был образован финансовый холдинг «Группа Мидзухо» с активами в 1 трлн долл., в который вошли три ведущих японских банка. В 2001 г. произошло объединение в холдинг банков Токай, Асахи и Санва, а также банков Сумитомо и Сакура. Большинство траст-банков, управляющих корпоративными пенсионными фондами, вошло и в состав главных банковских групп. Объединяются дочерние брокерские и страховые компании. Идет процесс слияний фирм-конкурентов с целью достижения оптимальных масштабов для глобальной конкуренции.

9.3. Главные рынки акций

9.3.1. Соотношение сил между основными конкурентами

В современном мире существуют три основных рынка акций — США, Великобритания и Япония. Во многом они различны: по-разному организованы, по-разному торгуют, имеют различные листинговые требования, а также системы регулирования и налогообложения. В результате неравномерности развития на мировом рынке акций происходит перераспределение соотношения сил между основными конкурентами. Динамика соотношения международных активов/обязательств по акциям приведена в табл. 9.5.

Таблица 9.5
Международные активы/обязательства по акциям в 1992, 1998, 2001 гг.¹

п/п	Страны	Активы (млрд долл.)			Обязательства (млрд долл.)		
		1992	1998	2001	1992	1998	2001
1	Австралия	17	34	64	96	142	89
2	Австрия	3,4	17	37	2,6	16	14
3	Бельгия	47	69	124	6	20	12
4	Великобритания	210	584	558	140	667	794
5	Германия	95	236	510	69	187	296
6	Дания	6,4	32	55	2,4	19	26
7	Исландия	0,009	0,8	н. д.	н. д.	н. д.	н. д.
8	Испания	2	20	68	19	70	88
9	Италия	12	38	239	7,7	66	36

Продолжение

¹ IMF. International Financial Statistics. - Wash., October 1999; December 2002.

Таблица 9.5 (продолжение)

п/п	Страны	Активы (млрд долл.)			Обязательства (млрд долл.)		
		1992	1998	2001	1992	1998	2001
10	Канада	35	71	123	14	34	55
И	Нидерланды	44	103'	253	65,8	180'	369
12	Новая Зеландия	0,5	5	7	0,5	0,2	4
13	Португалия	0	0	8	2,9	12,6	13
14	США	314	1407	1565	329	1186	1534
15	Финляндия	0,09	5,7	20	0,9	83	128
16	Франция	0,04	0,06	185	0,7	155	416
17	Швейцария	56	164	247	91	246	322
18	Швеция	11	71	89	13	87	107
19	Япония	н. д.	209	227	124	304	376
Всего		854	3921	4380	985	3475	4689

На мировом рынке акций лидируют США, доля которых до середины 1980-х гг. превышала половину мировой капитализации рынка акций. К 1985 г. доля Японии поднялась до 21 %, к 1990 г. она почти сравнялась с долей США - 32,5 и 31,0 % соответственно. За 1990-2001 гг. США восстановили свою долю в капитализации мирового рынка акций — 51 %, доля Японии снизилась до 8 %. Положение Великобритании (8 %), Германии (4 %), Франции (3-4 %) на рынке практически не изменилось.

На международном рынке акций первое место с большим отрывом удерживают США, на втором месте Великобритания, на третьем — Япония. В 1992-2001 гг. в совокупных международных активах развитых стран по акциям доля США сохранялась на уровне 36-37 %, в обязательствах - 33-34 %. Нерезиденты увеличили закупки американских акций с 1992 по 2001 г. в 4,7 раз, в то время как американские инвесторы увеличили закупки акций иностранных компаний в 5 раз. За 1992-2001 гг. доля Великобритании в совокупных активах снизилась с 24 до 13 %, в обязательствах — возросла с 14 до 17 %; доля Японии в совокупных активах составляла около 5 %, в обязательствах — снизилась с 12 до 8 %.

9.3.2. Рынок акций США

Американские фондовые биржи прошли длинный путь развития. Старейшей была Филадельфийская фондовая биржа, которая возникла в 1790 г., а в 1953 г. объединилась с биржами в Вашингтоне и Балтиморе. Бостонская биржа, основанная в 1834 г., была первой биржей в США, которая в 1968 г. предоставила свое членство иностранцам. Крупнейшая в мире Нью-Йоркская фондовая биржа возникла в 1792 г., в 1863 г. она получила свое сегодняшнее наименование

И была наделена кругом полномочий, которыми располагает и в настоящее время. НАСДАК отличается высокими темпами роста и является вторым фондовым рынком в США по объему операций. В НАСДАК используется экранная технология торговли в сочетании с конкуренцией. В 1992 после подключения Великобритании этот рынок превратился в первый мировой межконтинентальный фондовый рынок.

Американская фондовая биржа имеет репутацию инновационной, именно эта биржа предлагает новые идеи и инструменты. Листинг на этой бирже проводится менее строго, чем на Нью-Йоркской бирже, что привлекает молодые, а также иностранные компании. В 1985 г. Американская биржа и фондовая биржа Торонто установили двусторонние электронные связи между рынками акций в разных странах. В США очень распространена покупка акций населением. На Нью-Йоркской бирже доля физических лиц в обороте акций составляет 30 %, институтов (юридических лиц) — 46 %; на американской бирже — 49 % и 33 % соответственно; на рынке НАСДАК — 57 и 43 %. Остальные инвесторы на этих торговых площадках — это фирмы, выступающие от собственного имени без посредников.

Основными инструментами, которые торгуются на американских фондовых биржах, являются обыкновенные акции, привилегированные акции, американские депозитарные расписки и трастовые процентные расписки. Способом торговли иностранными эмиссиями акций в США являются американские депозитарные расписки (АДР). АДР были впервые введены в 1920-х гг. банком *Morgan Guaranty Trust*, когда не существовало никаких федеральных требований регистрации ценных бумаг. Банк хранит соответствующие акции в одном из своих филиалов за границей, обычно в стране эмитента, и получает вознаграждение за эмиссию и обработку расписок. Расписки, служащие обеспечением иностранных акций, эмитируются наиболее крупными банками США (*Morgan Guaranty Trust, Citibank, Bank of New York, Bank of America*) и обращаются на американском рынке.

АДР по существу представляют собой зарегистрированные сертификаты на акции крупных иностранных компаний, выпускаемые в США американским банком. Они удостоверяют депонирование определенного числа иностранных акций в зарубежном отделении банка или в другом финансовом институте, которые выполняют функцию хранения акций в стране происхождения. АДР могут представлять только те акции иностранных компаний, которые торгуются на иностранных фондовых биржах. Держатель АДР может требовать предъявления акций в любой момент.

АДР могут выпускаться по соглашению с эмитентом (спонсированные АДР) или по запросу инвесторов без соглашения с эмитентом (неспонсированные АДР). АДР по соглашению почти всегда регистрируются в Комиссии по ценным бумагам и биржам, неспонсированные могут не регистрироваться. Держатели АДР сохраняют все права акционеров ценных бумаг в стране происхождения, акции котируются в долларах, дивиденды выплачиваются в долларах; годовые и прочие отчеты поступают на английском языке. АДР обращаются не только на внебиржевом, но и на биржевом рынке.

Нью-Йоркская фондовая биржа включила в свой котировочный список такие известные компании, как *Sony, Honda Motor, Hitachi, British Airways, British Telecom*.

Трастовые процентные сертификаты удостоверяют акционерную долю в активах трастовой компании по финансовым ценным бумагам. Держатели сертификатов имеют право на получение дивидендов. На Нью-Йоркской фондовой бирже трейдинг осуществляется между дилерами. Техника торговли по существу представляет собой сочетание аукциона с дилерским рынком. Брокеры, предоставляющие услуги за комиссию, являются наиболее представительной категорией на этом рынке. Они работают от фондовых брокерских фирм, количество которых может быть от одной до 500, и выполняют поручения своих фирм или их клиентов.

Каждый выпуск акций приписывается к одному из специалистов, которые регистрируются как специалисты по «деланию» рынка акций. В этой роли специалисты могут действовать как брокеры, выполняя приказы, или как дилеры, покупая и продавая акции по своему усмотрению и за свой счет. Приказы передаются на торговую площадку по специальной электронной системе (*SuperDOT250*) и исполняются брокером. Система *SuperDOT* обрабатывает большинство индивидуальных приказов по рыночной цене или с лимитами цен. Система имеет сотни абонентов, включая розничные и институциональные фирмы. Абонент может направить либо рыночный, либо лимитный приказ, т. е. имеющий определенные ограничительные условия, через эту систему, которая немедленно выведет его на пост соответствующего специалиста и введет в процесс публичных торгов. Рыночные приказы с числом акций свыше 2 тыс. исполняются немедленно.

Система может исполнять сделки с полными лотами, с неполными лотами или с их сочетанием. Комиссионные специалистам не выплачиваются, если приказы взаимно зачитываются. Это происходит в том случае, если два абонента одновременно представляют два приказа, один о покупке, другой о продаже одинаковых акций равного количества. Тогда система производит эти операции без участия специалиста. Лимитные приказы принимаются в количестве до 99999 акций и направляются в электронный ноутбук специалиста. *SuperDOT* включает также систему для обработки приказов, поступивших до официального открытия Нью-Йоркской фондовой биржи. Эта система обрабатывает приказы в количестве до 30 999 акций. Она предоставляет специалисту постоянно обновляемый баланс покупок и продаж, что позволяет ему установить цену при открытии торговли.

Система НАСДАК заменила в 1971 г. традиционный внебиржевой рынок акций. Традиционный внебиржевой рынок акций был преимущественно розничным, непрозрачным. Он состоял из торговцев, которые сделок с публикой не осуществляли, и не знал ограничений числу «делателей» рынка по данной эмиссии акций. Торговец в поиске партнера по сделке мог вступать в контакт с большим числом дилеров с целью нахождения лучшей цены. Торговцы являлись дилерами, они «делали» двусторонние рынки различных акций путем котировки цены предложения и продажи. Их бизнес совершался с торговцами других фирм или в бюро приема заказов розничных брокеров, совершавших покупки за счет своих клиентов,

С введением компьютеризованной системы торговли внебиржевой рынок НАСДАК перешел на новые технологии торговли. При этой системе используется центральный компьютер. «Делатели» рынка передают свои котировки элект-

ронным способом, и они становятся прозрачными для всех участников рынка. Эта система принимает только твердые котировки; экран немедленно показывает наилучшую рыночную цену для приказа. Фирмы по продаже ценных бумаг выводят свои цены спроса/предложения на экран. В свою очередь, НАСДАК посылает условия торговли клиринговым корпорациям для осуществления клиринга и расчетов. НАСДАК обеспечивает три уровня услуг.

Первый уровень электронной системы предоставляет возможность розничным брокерам и их клиентам пользоваться терминалом, на котором высвечиваются самая высокая текущая цена покупки и самая низкая текущая цена продажи.

Второй уровень показывает твердые котировки всех зарегистрированных «делателей» рынка. Этот уровень обеспечивает доступ к информации о наилучших рыночных ценах. Некоторые институциональные инвесторы, особенно страховые компании, используют услуги второго уровня для точной оценки стоимости своих портфелей, для наблюдения за деятельностью дилеров и для поиска дилера, предлагающего наилучшие рыночные цены.

Третий уровень услуг, помимо твердых котировок всех зарегистрированных «делателей» рынка, имеет подключение, которое позволяет абоненту получить рыночные изменения котировок. Все «делатели» рынка должны быть абонентами услуг этого уровня, поскольку только третий уровень позволяет дилеру внести или изменить котировки, показываемые по системе. Трейдинг по системе НАСДАК осуществляется наиболее компетентными участниками рынка, представляющими крупные фирмы по продаже ценных бумаг с самой высокой капитализацией в мире. Типичный выпуск акций имеет около 10 участников рынка, в то время как большинство активно торгуемых акций имеет их 40 и более. НАСДАК позволяет автоматически исполнять и относительно небольшие приказы по продаже 200-500 акций.

С 1975 г. комиссионные в США стали договорными; максимальная ставка за один лот составляет 80,73 долл. В зависимости от стоимости сделки комиссионные могут быть увеличены на 10 % или снижены на несколько десятых долей процента на каждый крупный заказ. Комиссионные во внебиржевой торговле включаются в спреды спроса/предложения. После завершения торговли на какой-нибудь главной фондовой бирже США компьютерная система производит все расчеты, регистрацию, передачу, хранение. В ином случае все транзакции должны быть урегулированы по Пятидневному плану передачи. Обычный способ, который составляет львиную долю всех транзакций, заключается в передаче ценных бумаг против платежа на пятый бизнес-день после даты транзакции.

В США налоги и регулирование в отношении иностранных инвесторов имеют свои особенности. В случае отсутствия налогового соглашения, налог на дивиденды нерезидентов составляет 30 %. Договор обычно снижает налог до 15 % для портфельных инвестиций. В США нет валютного контроля: соответственно, дивиденды, проценты, капитал могут быть свободно репатрированы. Нет и регистрационных требований, хотя в некоторых отраслях, например коммуникации, оборона, каботажное судоходство, есть ограничения на прямые иностранные инвестиции. В США строжайшая система отчетности и информации для компаний, прошедших листинг. Выпуски акций должны сопровождаться детальным проспектом.

Закон о ценных бумагах 1934 г. требует от зарегистрированных корпоративных эмитентов акций обязательной годовой и квартальной отчетности. Компании, прошедшие листинг на Нью-Йоркской фондовой бирже (*NYSE*), должны сообщать о любом факте, который может оказать влияние на компанию, ее финансовое положение, расширение бизнеса, изменение его характера, увеличение или снижение капитала, слияния, дивиденды, акции. Нью-Йоркская биржа принимает акции и акционеров со всего мира. Для зарубежных компаний биржа устанавливает альтернативный стандарт листинга. Многие компании широко используют акции на предъявителя, в этом случае биржа не предъявляет к ним строгих требований. Она позволяет иностранным компаниям сделать простую информацию о ликвидности и объеме выпуска акций. Имеются и другие требования Нью-Йоркской биржи к нерезидентам, устанавливающие минимальные пределы:

- компания должна иметь совокупный доход до выплаты налогов в размере 100 млн долл. за последние 3 года и не менее 25 млн долл. в год;
- чистые реальные активы, размещенные по всему миру, должны составлять 100 млн долл.;
- совокупная рыночная стоимость проданных по миру акций должна равняться 100 млн долл.;
- на руках у акционеров должно быть 2,5 млн акций.

Американская фондовая биржа предъявляет к иностранным эмитентам акций такие же требования, как и к местным фирмам, а именно:

- сумма акций в держании у собственников должна составлять 4 млн долл.;
- доход до уплаты налогов за последний финансовый год (или за два финансовых года из трех) должен составлять 75 тыс. долл.;
- капитализация — 3 млн долл.;
- общее число акционеров, включая зарубежных, — 800;
- количество проданных по миру акций — 1 млн.

НАСДАК тоже предъявляет одинаковые листинговые требования к американским и иностранным компаниям. В США действует Закон 1970 г. о защите инвесторов в ценные бумаги, в соответствии с которым все брокеры и дилеры должны быть членами корпорации с аналогичным названием. Платежи в корпорацию защищают инвесторов от финансовых потерь в результате банкротства брокеров/дилеров. Рыночные манипуляции и нелегальная торговля сурово преследуются в США.

9.3.3. Рынок акций Великобритании

Английский рынок акций — крупнейший в Европе. Еще в XVII в. установились связи между торговцами кофе вокруг кофейных домов Лондона. В 1760 г. 150 брокеров вышли из Королевской биржи и образовали клуб при Йохасен кофе-Хаусе. В 1773 г. Новый Йохасен кофе-Хаус превратился в фондовую биржу, статус которой был формально подтвержден в 1802 г. Создавались и другие биржи, которые объединились вокруг Совета ассоциированных фондовых бирж к 1890 г. В 1967 г. провинциальные биржи объединились в 7 региональных бирж. В 1973 г. все 7 бирж слились и образовали Фондовую биржу Великобритании и Ирландии

с торговыми площадками в Лондоне, Бирмингеме, Манчестере, Ливерпуле, Глазго и Дублине. Крупнейшей стала Лондонская фондовая биржа.

Базовая система биржевого обмена оставалась без изменений с 1911 до 1985 г., когда правительство отменило практику фиксированных комиссионных. В 1986 г. жесткое разделение фирм — членов биржи — между брокерами и «делателями» рынка (*jobbers*) было признано несовместимым с договорными комиссионными и было отменено. Отныне фирмы-члены являются брокерами-дилерами, а торговля базируется на системе «делателей»?-рынка, которые свободны в ведении брокерского бизнеса.

В Великобритании имеется свыше 11 млн. индивидуальных держателей акций. Их доля снижается, в 2002 г. она составила 20 % от общего числа акционеров, доля институциональных инвесторов равнялась 68 %, нерезидентов — 12 %. Акционерный капитал компании может быть разделен на акции различных видов, но все они подчиняются общему правилу — акции всех видов равны капиталу и дивидендам. Различные права, вытекающие из специфичности класса акций, излагаются в меморандуме и статьях каждой компании. Многие компании выпускают обычные и привилегированные акции. На бирже осуществляется компьютерная торговля на основе автоматизированной биржевой системы котировки акций (*Stock Exchange Automated Quotations — SEAQ*).

Фирмам — членам биржи — позволяет действовать в качестве брокеров или дилеров за собственный счет. Они также могут стать «делателями» рынка и заниматься этой деятельностью на биржах по месту регистрации в периоды котировки с 8.30 утра до 4.30 дня. С 14 января 1991 г. акции котируются в нормальном рыночном объеме. Существует 12 размеров выпуска от 500 до 200000 акций в зависимости от среднего рыночного оборота каждой фондовой биржи. Комиссионные определяются по соглашению, налог на печатание акций составляет 0,5 %. В Великобритании взимается предварительный корпоративный налог на дивиденды проданных акций.

Резиденты тех стран, с которыми эта страна имеет договор о налогах, платят сниженный налог, обычно около 15 %. Приток/отток капитала и доходов не контролируется; не существует специальных правил в отношении иностранных акционеров, за исключением некоторых отраслей, перечисленных в Акте 1975 г., часть II. В Великобритании самые строгие правила отчетности в Европе. Заявление о прохождении листинга на фондовой бирже должно содержать подробные сведения о фирме и ее бизнесе. Эти сведения должны быть опубликованы, по крайней мере, в одной национальной ежедневной газете. Процедура полного листинга подробно прописана в специальном документе «Допущение к листингу ценных бумаг». После получения листинга по процедуре требуется незамедлительно выпустить релиз (документ), содержащий определенную информацию.

В релизе должно быть указано следующее: даты заседаний директората компании, дивидендные платежи, прибыли, потери и изменения в структуре капитала. Полугодовой отчет компаний публикуется с приложением о предварительных доходах. Годовой отчет публикуется в течение шести месяцев после окончания финансового года. Процедура отчетности и информации для иностранных компаний, прошедших листинг на своих внутренних фондовых биржах, упрощается. Деятельность рынков ценных бумаг регулируется Законом о финансовых услугах

от 1986 г. Вся ответственность за его выполнение ложится на Управление по ценным бумагам и инвестициям (*Securities and Investment Board*), которое курирует различные независимые полуправовые организации.

9.3.4. Японский рынок акций

В Японии 8 фондовых бирж, важнейшая из них — Токийская фондовая биржа — была основана в 1878 г. До Второй мировой войны акции концентрировались в руках нескольких крупных холдинговых компаний и служили в основном спекулятивным инструментом. Долгосрочное финансирование находилось в руках банковского сектора. Во время войны и в первые послевоенные годы биржи были закрыты, и они открылись вновь только в 1949 г. Операции с акциями были преобразованы и демократизированы. С того времени акции концентрируются в руках юридических лиц.

Внебиржевой рынок является наиболее быстро растущим рынком акций в Японии. В 1986 г. на этом рынке действовала 161 зарегистрированная компания, в 1991 г. — 450. Первейшая задача рынка акций заключается в привлечении инвестиций для финансирования незарегистрированных, малых и средних компаний. Японская внебиржевая торговая компания действует как посредник для внебиржевых перекрестных выпусков ценных бумаг между компаниями. Инструменты японского рынка акций весьма разнообразны; на фондовых биржах торгуются акции обыкновенные, привилегированные, отсроченные, погашаемые с прибылью, без права голоса, обратимые и др.

Большинство выпусков принимает форму обыкновенных голосующих акций. Привилегированные и отсроченные акции различаются по распределению прибыли или избытков активов при ликвидации. Акции, выпускаемые с прибылью, эмитируются компаниями, которые планируют аннулировать на определенную будущую дату. Японский трейдинг имеет свои особенности. Все ценные бумаги подлежат продаже через уполномоченных дилеров, которые являются членами Японской ассоциации дилеров по ценным бумагам. На Токийской фондовой бирже, которая фактически представляет собой аукцион или рынок, управляемый по приказу, существует два типа членов: постоянные и временные.

Постоянными членами биржи являются компании ценных бумаг, которые торгуют на бирже как главные участники или агенты. Таких членов на Токийской бирже около 100. Временными членами являются компании по ценным бумагам, выступающие в качестве посредников между постоянными компаниями при обмене ценными бумагами. Таких компаний четыре, и им запрещено торговать самостоятельно. Компании-посредники управляют лимитными приказами с определенными ограничительными условиями и выполняют транзакции, согласно существующим правилам обмена. Первым приоритетом является определение наиболее высокой цены предложения (покупки *bid*) и наиболее низкой цены продажи (спроса *ask*). Вторая задача — это определение времени поступления, по которому устанавливается очередность выполнения приказов по одной цене по принципу «первым пришел — первым обслужен». Рыночные приказы имеют преимущество перед лимитными приказами.

Торговля по методу аукциона осуществляется следующим образом. Цены открываются в начале торговой сессии на специальном аукционе, основанном на

приказах, которые были внесены в список компании-посредника до открытия. Все эти приказы исполняются по единой цене. Затем на рынок выходят другие инвесторы. Их приказы передаются на торговую площадку через компьютер или по телефону и выполняются по мере поступления во время аукциона. Клерки постоянных членов биржи передают приказы трейдерам, которые осуществляют продажу/покупку на открытом аукционе. Размер комиссионных колеблется от 0,075 до 1,15 % в зависимости от объема торговой сделки.

В Японии все клиринговые транзакции регистрируются; 99 % приказов, внесенных в книгу записей, завершаются заключением сделки. Наличные деньги поступают в день продажи или на следующий рабочий день. Сделка может быть также завершена в любую согласованную дату в течение 14 дней после продажи. Акционеры-нерезиденты выплачивают 20 %-ный налог с дивидендов плюс местный налог в размере 6 %. Если нерезидент представляет страну, с которой Япония заключила налоговый договор, то налог может быть снижен от 15 % до 0 в зависимости от страны. Для получения налоговых льгот необходимо подать заявление налоговым властям.

Японское законодательство по ценным бумагам и биржам содержит определенные требования по биржевому листингу и процедуре информации. Необходимо предоставлять годовые, полугодовые и чрезвычайные доклады Министерству финансов и фондовой бирже. Биржа требует сообщать обо всех фактах, которые могут оказать воздействие на деятельность компании, расширение ее бизнеса. Необходимо информировать также о решениях компании, резолюциях, относящихся к увеличению/снижению капитала, слияниях, дивидендах, дроблении акций. В целях стимулирования притока капитала требования в отношении иностранных компаний были упрощены. Для компаний, желающих пройти листинг в Японии, был опубликован специальный буклет, содержащий правила для иностранных компаний. В Японии нет компенсационного фонда для защиты акционеров от потерь в связи с мошенничеством; репатриация капитала и доходов не контролируется.

Выводы

1. На мировом рынке торгуются обыкновенные и привилегированные акции, эмитентами которых выступают компании, имеющие право на привлечение средств путем открытой публичной подписки на свои акции и прошедшие листинг. Инвесторами на рынке акций выступают институциональные инвесторы, компании, а также частные лица (розничные инвесторы), доля которых в связи с развитием интернет-торговли растет. Национальные биржи различаются по организации, по доходности, по использованию доходов.
2. Лидируют биржи США, за ними следует Токийская фондовая биржа, затем Лондонская фондовая биржа. На национальных биржах торгуются и акции иностранных компаний, прошедшие листинг. В 1983 г. развивается рынок евроакций, которые выпускаются международными синдикатами и проходят процедуру, подобную процедуре выпуска еврооблигаций.
3. Объем рынка акций определяется капитализацией рынка, которая рассчитывается по совокупной курсовой стоимости акций, имеющих регулярную

котировку. На величину объема рынка акций влияют количество акций, обращающихся на рынке, и их курсовая стоимость.

4. Показателями доходности акций являются их текущие курсы, фондовые индексы, текущая (дивидендная) доходность, годовая доходность, отношение цена/прибыль и др. За последние годы рынок акций пережил мощный подъем, который длился до марта 2000 г., затем начался резкий спад, потери держателей акций оцениваются в 8-10 трлн долл.
5. В капитализации мирового рынка акций с большим отрывом лидируют США, далее следуют Япония и Великобритания. США имеют хорошо отлаженную биржевую систему торговли акциями; торговля иностранными акциями осуществляется через Американские депозитарные расписки (АДР).
6. Великобритания имеет самые строгие правила отчетности в Европе, в этой стране, как и в других странах, налог на нерезидентов зависит от того, имеется ли между странами договор о налогах, наличие которого дает существенное снижение налога.
7. Япония имеет 8 фондовых бирж, разнообразные инструменты рынка акций; торговлю акциями характеризуют национальные особенности, которые, однако, все более ослабевают, и японский трейдинг приближается к западным стандартам.

Термины и понятия

Международная акция; депозитарные расписки; курсовая стоимость акции; коэффициент цена/прибыль; текущая доходность акции; листинг; капитализация рынка акций; фондовые индексы.

Вопросы и задания для самопроверки

1. Какие права дает владение обыкновенными акциями?
2. Что показывает номинальная цена акции (эмиссионная, рыночная, балансовая)?
3. Назовите виды привилегированных акций.
4. Какие компании могут эмитировать акции?
5. Кто выступает в качестве инвесторов в акции?
6. В чем заключаются требования листинга на основных биржах?
7. Из чего складываются доходы бирж и как они распределяются?
8. Как определяются масштабы биржевой торговли?
9. Охарактеризуйте основные способы выпуска международных акций.
10. В чем заключаются преимущества выпуска международных акций?
11. Какова динамика капитализации мирового рынка акций?
12. Какие показатели используются для определения доходности акций?
13. Что показывают фондовые индексы?
14. Как определяется текущая доходность акции?
15. Что показывает отношение (индекс) цена/прибыль?

16. Как влияет реструктуризация собственности компаний (приватизация, слияния и поглощения) на рынок акций?
17. Каковы особенности рынка акций США (биржи, инструменты, трейдинг, налоги и регулирование)?
18. Охарактеризуйте английский рынок акций.
19. Каковы особенности торговли акциями в Японии?

Литература

1. *Баринав Э. А., Хмыз О. В.* Рынки: валютные и ценных бумаг. — М.: Экзамен, 2001.
2. *Бурения А. И.* Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов. — М.: 1-я Федеративная книготорговая компания, 1998.
3. *Галкин И. М., Комов Л. В., Сизов Ю. С., Чижов С. Д.* Фондовые рынки США и России; становление и регулирование. — М.: Экономика, 1998.
4. *Доронин И. Г.* Мировые фондовые рынки: закономерности развития и современное состояние // Деньги и кредит, 2002. — № 8,9.
5. *Евстигнеев В.* Резервные требования: механизм стабилизации рынка портфельных инвестиций // МЭ и МО, 2001. — № 10.
6. Мировой фондовый рынок и интересы России. — М.: ИМЭМО РАН, 2003.
7. Организация программы среднесрочных заимствований. — М.: Соломон Бразерс, 1997.
8. *Килячко А. А., Чалдаева Л. А.* Рынок ценных бумаг и биржевое дело. — М.: Юрист, 2000.
9. *Колесников В. И., Торкановский В. С. и др.* Ценные бумаги. — М.: Финансы и статистика, 1998.
10. *Рубцов Б. Б.* Мировые рынки ценных бумаг. — М.: Экзамен, 2002.

Глава 10

Рынок финансовых деривативов

Изучаются финансовые производные инструменты (деривативы), их виды, функции, факторы, воздействующие на рынок деривативов. Рассматриваются рынки форвардов, фьючерсов, опционов, свопов, кредитных деривативов, а также глобальный рынок финансовых производных инструментов, его структура, особенности внебиржевой и биржевой торговли.

10.1. Финансовые деривативы: основные понятия

10.1.1. Определение, классификация, функции

Рынок производных финансовых инструментов (деривативов) — это рынок срочных контрактов. После отмены фиксированных валютных курсов и регулирования процентных ставок он стал наиболее динамичным сегментом мирового финансового рынка. Деривативы представляют собой производные финансовые инструменты, основанные на базисных активах, которые они представляют. Признаком про из водности деривативов является то, что цена этих инструментов определяется на основании цен базисных активов. В качестве базисных финансовых активов выступают валюты, ценные бумаги, кредиты, а также другие производные инструменты. Деривативы дают возможность при наступлении определенного срока реализовать актив, лежащий в основе договора, либо погасить права/обязательства по текущим рыночным ценам.

По определению МВФ, деривативы — это финансовые контракты, стоимость которых определяется лежащими в их основе ценами на товары или ценные бумаги, уровнями процентов, валютными курсами. Деривативы можно классифицировать по инструментам, по покрываемым рискам, по способу и месту купли/продажи. По рискам среди финансовых деривативов наибольшее распространение получили (по убывающей) процентные деривативы (*interest rate derivatives*), валютные деривативы (*currency derivatives*), деривативы на индексы акций (*stock market index derivatives*). Быстро развивается рынок кредитных деривативов, которые имеют в своей основе корпоративные и коммерческие займы, а также облигации.

По способу реализации деривативы подразделяются на свободно торгуемые деривативы (*exchange-traded derivatives*) и договорные деривативы ОТС (*over-the-counter — derivatives OTC*). Свободно торгуемые деривативы представляют собой стандартизированные продукты, торгуемые на организованных площадках (биржах); при покупке/продаже таких контрактов обычно требуется надежный депозит или залог (*margin*). Договорные деривативы ОТС представляют собой двусторонние контракты, торгуемые во внебиржевом секторе. На рынке деривативов используется

огромное множество и разнообразие инструментов, наиболее распространены форварды, фьючерсы, опционы, свопы, кредитные деривативы и множество других экзотических (опционов), производных гибридных (**комплексных**) инструментов.

Широкое распространение получили опционы на свопы, форвардные свопы, опционы *4с* оглядкой*, индекс-амортизирующие ноты и др. Разнообразие деривативов быстро увеличивается. В 1995 г. появились фьючерсные контракты, основанные на индексах страховых случаев, позволяющие страховым компаниям перераспределять риски в страховании имущества и жизни между различными регионами. Разрабатываются фьючерсные контракты на макроэкономические показатели: на ВВП, инфляцию и др. Планируется начать торговлю фьючерсными контрактами на недвижимость.

На биржевом рынке преобладают фьючерсы, во внебиржевой торговле — свопы, форварды, опционы. Инфраструктура рынка деривативов включает многочисленные организации, выполняющие брокерские и дилерские функции. Круг участников рынка производных финансовых инструментов очень широк, поскольку этот рынок предоставляет неограниченные возможности в хеджирующих и спекулятивных операциях в условиях неустойчивости экономической конъюнктуры. Участниками рынка выступают коммерческие и инвестиционные банки, институциональные инвесторы, нефинансовые институты, частные лица. При использовании производных инструментов заемщиками/эмитентами возникают следующие проблемы:

- дополнительные затраты в виде премий и возможные убытки;
- кредитный риск, связанный с возможностью неисполнения своих обязательств контрагентом по сделке с производными инструментами;
- невозможность найти контрагента по сделке в случае очевидности негативных рыночных тенденций;
- ограниченность доступа на рынок деривативов компаний с невысоким кредитным рейтингом;
- необходимость содержания специальных подразделений по управлению рисками.

Деривативы выполняют следующие основные функции.

1. Обеспечивают страхование от рисков неблагоприятных колебаний обменных курсов валют, процентных ставок, курсов ценных бумаг и т.д.
2. Предоставляют неограниченные возможности для сверхприбыльных спекулятивных операций.
3. Снижают транзакционные издержки.
4. Позволяют создавать новые разновидности прибыльных инструментов, поскольку несут в себе элементы отдельных долгосрочных долговых инструментов рынка капиталов.

Важной функцией деривативов является обеспечение оптимизации условий привлечения внешних финансовых ресурсов компаниями и другими эмитентами/заемщиками. Это подразумевает выбор компанией таких вариантов финансирования, при которых достигается сбалансированное соотношение стоимости привлекаемых средств и рисков, которым подвергается компания в результате осуществления данных операций.

Деривативы не уменьшают объем рисков в экономике, но позволяют каждому контрагенту, независимо от другой стороны, перегруппировать или устранить риски, «сбросив» их на какого-то другого участника рынка. Крупные нефтяные компании, например, такие как *ENI*, *Texaco* и другие, в своих отчетах, в разделах «Раскрытие количественной и качественной информации о рыночных рисках», указывают, что эффективность привлечения средств с мировых финансовых рынков повышается за счет использования производных финансовых инструментов по следующим направлениям:

- 1) изменение уровня процентного риска, возникающего вследствие неадекватности позиций по активам и обязательствам;
- 2) хеджирование валютного риска, возникающего в результате изменения обменных курсов валют;
- 3) снижение затрат по обслуживанию долга;
- 4) диверсификация источников финансирования.

10.1.2. Факторы, воздействующие на рынок деривативов

Рынок деривативов — это рынок срочных контрактов. Срочные контракты на сельскохозяйственные, а потом и другие товары возникли в XVII в. и получили широкое распространение в XIX в. К XXI в. доля производных инструментов на различные товары на общем рынке деривативов снизилась до 1 %. Возникновение и становление рынка деривативов, в основе которых лежат финансовые активы, связано с введением плавающих валютных курсов в 1970-е гг. Отмена фиксированных валютных курсов способствовала возникновению и расширению торговли иностранной валютой против доллара.

Бум торговли финансовыми деривативами начался в конце 1970-х гг., когда было доказано, что производные инструменты обеспечивают эффективную защиту от ценовых рисков, и прибыльность срочной торговли стала очевидной. По оценке Нобелевского лауреата *Р. Мертон*, реализация финансовых стратегий для финансовых институтов с использованием деривативов в 10-20 раз дешевле, чем при использовании базисных активов. Расширению рынка деривативов способствовали быстрое формирование и распространение специализированных бирж, консолидация и централизация биржевой торговли, хотя этот рынок возник во внебиржевом секторе.

В начале 1970-х гг. на Чикагской товарной бирже было создано специальное подразделение для торговли валютой — Международный валютный рынок; затем была открыта Чикагская, а позднее и Европейская опционные биржи; Лондонский рынок торгуемых опционов был открыт при Лондонской фондовой бирже. В 1979 г. возникла Нью-Йоркская фьючерсная биржа, в 1982 г. — Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов, в 1987 г. — Парижский рынок опционов. В 1989 г. во Франции появилась Биржа финансовых фьючерсных контрактов, в 1990 г. — Немецкая срочная биржа, в 1991 г. — Австрийская срочная опционная биржа.

В 1984 г. начала свою деятельность Сингапурская международная валютная биржа, которая работает в контакте с Международным валютным рынком; это значит, что позиции, открытые на одной бирже, могут быть закрыты на другой. В 1985 г. открылась биржа в Сиднее (Австралия) по торговле срочными контрак-

тами, что сделало торговлю деривативами почти круглосуточной. В Японии первые срочные сделки стали заключать с 1985 г. С конца 1980-х гг. в торговле деривативами начали использовать электронные средства. Первый опыт электронной торговли был осуществлен на Швейцарской срочной опционной бирже.

Бирж, торгующих производными срочными контрактами, много, между ними существует жесткая конкуренция; разгорается конкуренция между биржевой и внебиржевой торговлей. Биржевая торговля достаточно концентрирована, ибо основная часть сделок по деривативам осуществляется на 3-4 ведущих биржах. Вместе с тем нарастающими темпами идет процесс объединения электронных систем торгов срочных бирж; некоторые биржи объединяют свои операции по идентичным контрактам, создают межбиржевые системы.

Расширение и диверсификация рынка деривативов основываются прежде всего на развитии мировой экономики и структурных сдвигах в отдельных странах и регионах, в отраслях и секторах хозяйства, в особенности в валютно-финансовой сфере. Глобальный рынок деривативов расширяется за счет становления и подключения финансовых рынков развивающихся и переходных стран. Большое влияние на рынок деривативов оказывают введение евро и формирование единого финансового рынка зоны евро. Большую роль играют политика открытости национальных экономик и либерализация валютно-финансовой системы и рынков, которая активно проводится с 1970-х гг.

Политика либерализации включает стимулирование конкуренции в финансово-банковском секторе, устранение валютного контроля, отмену потолка процентных ставок по депозитам и займам, открытие национальных финансовых рынков для нерезидентов, сокращение налогового бремени и традиционных ограничений на отдельные финансовые операции, в том числе спекулятивные. Либерализация финансовых рынков усилила неустойчивость валют, процентных ставок, цен на долговые ценные бумаги и котировки акций.

Изменчивость финансовых условий обусловила стремление к минимизации рисков с помощью различных финансовых операций и инструментов. Развитие рынка деривативов стимулируется совершенствованием информационных технологий, внедрение которых значительно упростило и удешевило заключение сделок. В свою очередь, это способствует увеличению ликвидности финансовых рынков, более частому пересмотру инвестиционных портфелей, росту числа и объемов операций на рынке деривативов.

Стоимостный объем биржевой торговли измеряется **номинальной** стоимостью базисных активов обращающихся на бирже деривативов; внебиржевой торговли — номинальной стоимостью базисных активов внебиржевых контрактов. Объем биржевой торговли определяется также по годовому обороту деривативов, торгуемых на мировых биржевых рынках; по внебиржевой торговле деривативами ОТС используется показатель валовой стоимости рынка на определенную дату.

По условной основной сумме открытых позиций по обращающимся производным финансовым инструментам (*Notional Principal Amounts Outstanding*) или просто по условной сумме (*Notional Amounts*); по годовому обороту производных финансовых инструментов, торгуемых на мировых биржевых рынках (*Annual Turnover*); по валовой стоимости рынка (*Gross Market Values*).

Так, например, о размерах глобального рынка деривативов в 2000 г. можно судить по следующим данным. Объем биржевого рынка деривативов, рассчитанный по номинальной стоимости базисных активов обращающихся на рынках деривативов, т. е. по условной сумме открытых позиций по обращающимся производным финансовым инструментам, оценивался в 14,3 трлн долл.; годовой оборот этих инструментов, торгуемых на мировых биржевых рынках, равнялся 1642,4 млн контрактов. Рынок внебиржевых деривативов ОТС по условной сумме открытых позиций по обращающимся производным финансовым инструментам в конце декабря 2000 г. оценивался в 95,20 трлн долл., валовая стоимость рынка деривативов ОТС составила 3,18 трлн долл.

Рынок деривативов превышает объем торговли базисными активами. Он характеризуется значительным расширением спектра предлагаемых финансовых инструментов, стандартизацией контрактов, дальнейшими глобализацией и интернационализацией финансовых рынков, повышением доходов на инвестиции. Это связано с развитием и расширением финансового сектора экономики всех стран мира.

10.2. Рынок форвардов

10.2.1. Форвардная сделка и ее особенности

Форвардные сделки заключаются в межбанковской торговле. Контракт не стандартизирован, заключается вне биржи, ответственность за его выполнение лежит на партнерах по сделке. Форвардный рынок используется прежде всего при хеджировании валютных позиций. Форвардный курс складывается из курса спот и премии (надбавки) или дисконты (скидки). Форвард имеет ограниченное число валют. Форвардные курсы широко используемых валют (доллар, евро, английский фунт стерлингов, иена и т. п.) быстро реагируют на изменения ставок процента. Такие различия в ставках процента между финансовыми центрами имеют тенденцию к обеспечению дисконтов или премий по срочным сделкам. Данные по рынку форвардов в 1998-2000 гг. приводятся в табл. 10.1.

Таблица 10.1
Рынок форвардов в 1998 и 2000 гг.¹

Виды форвардов	Объем сделок (млрд долл.)	
	1998	2000
Валютные форварды (включая свопы)	12,0	10,1
Процентные форварды	5,7	6,4
На акции (включая свопы)	0,15	0,33

Механизмом, приводящим к такому приспособлению, является процентный арбитраж, который предполагает перемещение инвесторами ликвидных средств

с одного рынка на другой с целью получения прибыли. Перевод средств за рубеж с целью получения более высокой процентной ставки включает, во-первых, обмен внутренней валюты на иностранную для инвестирования; во-вторых, последующий обмен средств (плюс заработанные проценты) из иностранной валюты во внутреннюю. Во время погашения обязательств возникает валютный риск, связанный с возможным обесценением иностранной валюты. Если риск покрывается, то речь идет о покрытом процентном арбитраже, если не покрывается — о непокрытом процентном арбитраже.

Объем форвардных сделок не поддается точной оценке. Имеющиеся данные позволяют составить некоторое общее представление о структуре рынка форвардов. Наибольшее развитие получили валютные и процентные форвардные сделки. Доля форвардов на акции мала, но именно этот сегмент форвардного рынка демонстрирует высокую динамику.

10.2.2. Классификация форвардов

Форвардный рынок можно подразделить на:

- рынок классических форвардных контрактов, главная цель которых состоит в поставке базисных активов и хеджировании позиций участников;
- рынок «при выпуске»;
- рынок РЕПО.

Валютный форвард — это соглашение между двумя сторонами о продаже/покупке валюты по зафиксированному курсу с поставкой через определенный период времени (чаще через 1-6 месяцев). Форвардный контракт заключается в том случае, если платеж должен быть осуществлен через какой-то промежуток времени.

Рынок «при выпуске» (when issued market) означает торговлю будущим выпуском ценных бумаг, т. е. до эмиссии. Этот рынок действует в ведущих развитых странах, за исключением Японии. Торговая активность на рынке начинается, когда известны параметры предстоящего аукциона. Продолжительность заключения контрактов от начала торговли на рынке до дня аукциона составляет несколько дней. Взаимозачеты по сделкам происходят после выпуска ценных бумаг в сроки от 1 до 30 дней после аукциона.

Главная функция рынка «при выпуске» заключается в том, что он позволяет определить наиболее объективную цену для будущего аукциона; позволяет улучшить информированность участников рынка относительно возможных результатов аукциона. Этот рынок обеспечивает в определенной мере страхование инвесторов по поводу будущей возможной цены аукциона; он перераспределяет риск между его участниками. Заключение сделок на рынке при выпуске обходится дешевле, чем на спотовом рынке, поэтому эти сделки носят спекулятивный характер.

Операции РЕПО являются одним из ключевых инструментов проведения денежно-кредитной политики, управления ликвидностью, рефинансирования коммерческих банков и способствуют решению ряда актуальных проблем, связанных с функционированием рынка ценных бумаг. Под сделкой РЕПО понимается двусторонняя сделка по продаже/покупке ценных бумаг с обязательством обратной покупки/продажи тех же бумаг через определенный срок по условленной цене. Продолжительность операции не превышает нескольких недель. Главная функция

¹ IMF. International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues. - Wash., September 2000. - P. 30; August 2001. - P. 24.

рынка РЕПО состоит в краткосрочном заимствовании ценных бумаг под гарантию денежных средств и, наоборот, денежных средств под ценные бумаги.

Операции РЕПО служат инструментом поддержания ликвидности и призваны обеспечивать потребности в краткосрочном кредите. Эти операции наиболее распространены на рынке облигаций, в особенности государственных бондов США и Великобритании. Внедрение операций РЕПО способствует реальному увеличению доли рыночных ценных бумаг в структуре внутреннего государственного долга без его номинального увеличения. Сделки РЕПО являются эффективным способом преодоления диспропорций между краткосрочностью свободных финансовых средств и долгосрочностью государственных ценных бумаг.

Операции РЕПО являются одним из базовых механизмов управления ликвидностью банковской системы. В зависимости от ситуации этот финансовый инструмент может применяться для повышения ликвидности вторичного рынка государственных облигаций и создания условий для снижения стоимости последующих заимствований. И наоборот, операции РЕПО могут быть использованы для стерилизации избыточной ликвидности путем предоставления альтернативной возможности вложения свободных денежных средств. Эти операции практически не несут в себе кредитных рисков, поскольку представляют собой обеспеченные кредиты.

10.3. Финансовые фьючерсы

10.3.1. Общая характеристика фьючерсного рынка

Фьючерсный контракт — это договорное обязательство продать/купить в дату исполнения контракта определенное количество финансовых инструментов по заранее согласованной цене в свободном биржевом торге на официально зарегистрированной бирже. Фьючерсы обеспечивают надежность, гарантию, исполнение контракта в срок, высокую ликвидность. Базой финансовых фьючерсов являются депозиты, облигации, валюта, индексы, акции и т. п. Фьючерсы фиксируют обменный курс, процентные ставки или уровень индекса акций, по которым станет происходить транзакция в будущем. На рынке фьючерсов с большим отрывом Преобладают процентные фьючерсы, доля которых остается стабильно высокой — 94 % в 2001 г.; доля фьючерсов на индексы — 3,4 %; валютных фьючерсов — 2,3 % (табл. 10.2).

Появление финансовых фьючерсов и расширение рынка этих инструментов связаны с введением плавающих курсов валют. В зависимости от типа базового актива финансовые фьючерсы можно подразделить на фьючерсы с конкретной базой и фьючерсы с абстрактной базой, при которых используется фиктивный объект торговли. Фьючерсы с конкретной базой основаны на реальных объектах торговли и по этим фьючерсам возможна поставка реального базового финансового инструмента — валюты или ценной бумаги. Фьючерсы торгуются на биржах, набор валют ограничен. Размер стандартизированного фьючерсного контракта обычно меньше форвардного, комиссионные выше.

Пользователи рынка фьючерсов — хеджеры и спекулянты. Финансовые фьючерсы позволяют инвесторам страховать себя (хеджировать) от неблагоприятного изменения цен на рынке спот. Спекулянты покупают и продают фьючерсные

контракты с целью извлечения прибыли. На рынке фьючерсов активно работают трейдеры, корпорации, пенсионные фонды, экспортеры, инвестиционные банки и др. В качестве посредника между продавцом в покупателем выступает клиринговая компания (расчетная палата). Стандартизация контракта означает, что для всех участников торгов основные его позиции одинаковы, а именно: сроки истечения контракта, последняя дата, когда он может торговаться; количество, способ, сроки передачи, а также местонахождение предмета контракта; минимальные пределы колебаний стоимости и другие позиции.

Таблица 10.2
Рынок фьючерсов в 1987 и 2001 гг.¹

Виды фьючерсов	1987	2001
Процентные		
Млрд долл.	487,7	8760,7
Млн контрактов	145,7	264,8
Валютные		
Млрд долл.	14,6	74,1
Млн контрактов	21,2	11,9
Индексные		
Млрд долл.	17,8	453,5
Млн контрактов	36,1	73,2

Практически при покупке контракта согласовывается только цена. Фьючерсная цена, фиксируемая при заключении контракта, на практике отражает ожидания участников рынка относительно будущего курса спот соответствующего базисного актива (валюты, процентного инструмента, акции или значения фондового индекса). Фьючерсная цена может лежать выше или ниже цены **спот** для данного актива. Ситуация, когда фьючерсная цена выше цены спот является ценой с премией. В противном случае образуется цена со скидкой. Такая цена возникает в том случае, когда спрос на товары с поставкой в ближайшем будущем выше спроса на товары с более отдаленным сроком поставки. По мере приближения срока поставки по фьючерсному контракту фьючерсная цена приближается к цене спот и в конце концов становится ей равной.

Это происходит потому, что инвестор может осуществить арбитражную операцию. Если к моменту истечения контракта фьючерсная цена установилась выше цены спот, арбитражер продает фьючерсный контракт и покупает на спотовом рынке актив, лежащий в основе контракта. Прибыль арбитражера составляет

¹ IMF. International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues. — Wash., August 2001. — P. 22-25. Динамика рынка показана в млрд долл. по статистике биржевой торговли в стоимостном объеме открытых позиций (по номиналу) на конец года; в млн контрактов показан годовой оборот фьючерсов, торгуемых на мировых биржевых рынках.

разница между фьючерсной ценой и ценой спот. Если к моменту истечения контракта фьючерсная цена установилась ниже цены спот, арбитражер покупает фьючерсный контракт и продает актив на рынке. По фьючерсному контракту ему поставляют актив, и он рассчитывается при его помощи по своим обязательствам по спотовой сделке. Прибыль составит разница между ценой спот на базовый актив и фьючерсной ценой.

Основой механизма фьючерсной торговли является принцип внесения залога — депозитной или первоначальной маржи в денежной форме или в форме ценных бумаг, обычно в размере 1-5 % от суммы контракта. Виды бумаг, принимаемых в качестве залога, определяются биржевым комитетом каждой биржи самостоятельно; как правило, это государственные ценные бумаги (казначейские облигации и векселя). В связи с тем что бумаги, входящие в залог, меняют свою цену на рынке, предусматриваются дополнительное внесение либо частичный возврат средств в результате изменения курса контракта. Ежедневно покупатель выплачивает, а продавец получает вариационную маржу в зависимости от изменения стоимости контракта для поддержания открытой позиции на рынке.

Нередко используется маржа поддержания. Маржа поддержания определяет минимальную величину первоначальной маржи, ниже которой она не может опускаться, ее размер обычно составляет 75-80 % от первоначальной маржи. Если значение первоначальной маржи упадет ниже маржи поддержания, то сторона, терпящая убытки, должна внести дополнительный залог для восстановления первоначальной маржи в прежнем объеме. Биржа устанавливает по каждому контракту лимит отклонения фьючерсной цены текущего дня от расчетной цены предыдущего дня, например 5 %, В случае превышения установленного интервала колебаний цены биржа может остановить торговлю контрактом или изменить ценовые границы.

Клиринговая (расчетная) палата является реальным партнером по фьючерсным сделкам. Она регистрирует условия контрактов, осуществляет их проверку; гарантирует реализацию всех фьючерсных сделок, одновременно выступает партнером по всем фьючерсным сделкам. Клиринговая палата предоставляет льготные гарантии за счет высоких залоговых взносов партнеров для проведения ежедневных корректировок, значительных имущественных гарантий от членов палаты, уставного капитала, страхового и гарантийного фонда. Непосредственно с фьючерсами работают брокеры по поручению своих клиентов на условиях комиссии.

Брокеры, как правило, являются членами клиринговой палаты биржи; в противном случае они действуют через членов палаты. Брокеры несут ответственность за надежность сделки и солидность клиента. Они скрепляют своей подписью документ, в котором клиент заявляет о цели своих операций с фьючерсами — хеджирование или спекуляция. Кроме брокеров на бирже работают компании и маклеры, как правило, арбитражеры, имеющие разрешение на операции с фьючерсами за свой счет. Абсолютное большинство обращающихся на бирже контрактов не предполагают физической поставки актива и исполняются путем покрытия наличностью, т. е. выплаты разницы между ценой покупки и расчетной ценой последнего торгового дня.

10.3.2- Виды фьючерсов

Валютные фьючерсы начали развиваться с 1972 г., когда была заключена первая сделка на международном валютном рынке. В 1980-х гг. колебания валютных курсов достигали 30 % и более, амплитуды колебания процентных ставок, уровни инфляции тоже были значительными. Существенные колебания валютных курсов сохранялись и в 1990-х гг. Все это способствовало развитию рынка валютных фьючерсов. На фьючерсном рынке активно действуют хеджеры и спекулянты. Арбитражеры работают не только на фьючерсном, но и одновременно на рынке наличной валюты, выполняя важную функцию сближения котировок спот по фьючерсам. Валютные фьючерсы являются альтернативой форвардным операциям межбанковского внебиржевого рынка, от которых они отличаются стандартизацией.

Стандартные валютные фьючерсы краткосрочны (9-12 месяцев), высоколиквидные торгуются на вторичном рынке, Абсолютное большинство позиций инвесторов по фьючерсным контрактам ликвидируются ими в процессе действия контракта при помощи офсетных (зачетных) сделок, и только 2-3 % контрактов заканчиваются реальной поставкой соответствующих активов. Валютные фьючерсы, подобно форвардным контрактам, фиксируют стоимость торгуемой валюты до момента поставки. Преимущество фьючерсных контрактов заключается в их рыночной ликвидности, т. е. возможности продажи или покупки контракта на биржевом рынке.

Корпоративные или институциональные инвесторы могут получить значительную прибыль при хеджировании с помощью валютных фьючерсов. Торговые операции с валютными фьючерсами могут помочь ТНК компенсировать валютный риск, связанный с инвестированием путем продажи и покупки с расчетом в иностранной валюте или путем экспортно-импортных операций. Управляющие инвестиционными портфелями могут либо компенсировать позиции, подверженные валютным рискам, либо приобретать позиции, связанные с валютными инвестициями, путем покупки/продажи валютных фьючерсов. Биржи могут предлагать различные условия.

В качестве примера можно рассмотреть порядок прохождения валютных фьючерсов на Международном валютном рынке (*International Monetary Market — IMM*). На *IMM* предлагаются контракты на швейцарские франки и евро на 125 тыс. При этом все валютные контракты оцениваются в американских долларах. Валютные фьючерсные контракты погашаются в третью среду месяца истечения срока контракта; торговля контрактами на *IMM* заканчивается за 2 рабочих дня до среды. Организация процесса торговли валютными фьючерсами заключается в следующем:

- клиент размещает заказ в фирме, которая является членом клиринговой палаты;
- фирма передает заказ брокеру;
- брокер подтверждает выполнение заказа фирмы;
- фирма, в свою очередь, подтверждает выполнение заказа клиента;
- после этого брокер представляет фирме — члену клиринговой системы — документальное подтверждение сделки;
- эта фирма сообщает о подтверждении сделки в клиринговую палату.

Клиринговая палата выполняет основную работу по реализации контракта. Она подтверждает и гарантирует торговлю; принимает или осуществляет выплату члену клиринговой системы доходов или убытков по контракту, рассчитываемых на основе цены закрытия в конце дня. Член клиринговой системы проводит корректировки и осуществляет расчеты по доходам/убыткам с фирмой — членом клиринговой системы, а фирма — с клиентом.

Фьючерсные контракты предоставляют ряд услуг, в том числе определение цены. Это значит, что участники рынка, проводящие хеджирование и спекуляции, взаимодействуют, чтобы определить будущую цену какой-либо валюты. Фьючерсы обеспечивают ликвидность, а также защиту клиента. Защита осуществляется введением обменных правил. С этой целью используются следующие меры.

1. *Требования маржи.* Биржа устанавливает требования маржи для каждой фирмы — члена клиринговой системы. Устанавливается маржа исходная (базовая) и поддерживающая, которые базируются на ежедневном возрастании или уменьшении стоимости контракта. В свою очередь фирма устанавливает эти требования для клиента (покупателя/продавца) фьючерсного контракта.
2. *Защита от банкротства.* Закон требует, чтобы фирма, действующая на рынке фьючерсов, сохраняла капитал на установленном уровне; средства клиентов должны быть отделены от капитала фирмы.
3. *Защита от невыполненных обязательств.* Клиринговая палата работает не с индивидуальными участниками рынка, а с фирмами — членами палаты. Биржа осуществляет расчеты напрямую с членами клиринговой системы.
4. *Система клиринга.* Клиринговая палата действует как гарант выполнения фьючерсных и опционных контрактов. Она обеспечивает своевременную поставку продавцом и полную и своевременную оплату покупателем.

Контракт считается принятым, если валюта принята или поставлена в день зачисления денег по контракту. По окончании торговли по контракту позиция может быть закрыта осуществлением покупки или продажи нового контракта. Фьючерсные контракты поддерживаются депонированием соответствующей маржи, размер которой определяется биржей.

Объем мирового рынка валютных фьючерсов в 2000 г. составил 74,4 млрд долл., увеличившись с 1987 г. в 5 раз. Этот рынок относительно невелик. Тем не менее инвесторы, располагающие капиталом и намеренные вложить его в иностранную валюту, чаще обращаются к рынку фьючерсов, чем к рынку наличной валюты. Это объясняется низкой стоимостью выхода на рынок фьючерсов, высокой ликвидностью и гарантией, возможностью вернуть вложенные средства в короткие сроки и с незначительными затратами.

Процентный фьючерс представляет собой договорное обязательство продать/купить процентный инструмент с оговоренными сроками и процентной ставкой по определенному курсу в определенную стандартизированную дату. Торговля процентными фьючерсами началась в 1975 г. в Чикагской торговой палате. Процентный фьючерс служит методом хеджирования от колебаний процентных ставок относительно уровня процентной ставки на определенную дату в будущем.

Он доступен банкам и другим финансовым институтам, ибо им необходим постоянный мониторинг рынка фьючерсов по процентным ставкам.

Повышение процентных ставок вызывает падение цен на фьючерсы. Компания, заблаговременно продавшая фьючерс, заработает на разнице продажи фьючерса и цены его снижения. Падение процентных ставок ведет к росту цен. Компания, продавшая фьючерс до падения его цены, теряет, но может выиграть, если ей удастся получить кредит под более низкий процент.

В 1986 г. сумма обращающихся на бирже процентных фьючерсов равнялась 370 млрд долл., в 2000 г. — 8,4 трлн долл., что составило 60 % биржевого рынка деривативов. На рынке процентных фьючерсов преобладают краткосрочные, доля которых составила в 1998 г. около 90 %, долгосрочных — менее 10 %. По количеству контрактов в годовом обороте доля долгосрочных процентных фьючерсов превысила 55 %, краткосрочных — составила 45 %. Контракты на краткосрочные ставки процента оцениваются на основе индекса. Цена фьючерсного контракта на краткосрочный инструмент представляется как 100 минус ставка доходности финансового инструмента, лежащего в основе контракта.

Например, если доходность инструмента — 10 %, то котировка фьючерсной цены составит 90 % (100-10). Биржи устанавливают для контактов шаг цены (*tick*), равный одному базисному пункту (0,01 %). В денежном выражении цена шага равна произведению размера шага и номинальной стоимости контракта. Если, например, в основе контракта лежит финансовый инструмент, выписанный на 3 месяца (91 день), номиналом 1 млн долл., то цена шага составит 25 долл. Выигрыши (потери) по сделке можно рассчитать по формуле: число контрактов умножить на изменение числа шагов и умножить на цену одного шага.

Фьючерсные контракты на долгосрочные финансовые инструменты оцениваются на дисконтной основе, как и на рынке наличных платежей. В каждом случае устанавливается цена на инструмент со стандартным купонным доходом и со стандартным сроком действия.

Фьючерс на акции — это контракт с обязательством поставить/принять стандартное количество акций определенного типа (привилегированные или обыкновенные) эмитента, по определенной цене, в определенную стандартизированную дату. Этот фьючерс не получил большого распространения. Более широко используются фьючерсы на фондовый индекс, базисным активом которого является агрегированный стоимостный показатель По ряду акций.

Фьючерсы на фондовый индекс (stock index futures) представляют собой фьючерсы с абстрактной базой. Индексы — это суммарные курсовые показатели ценных бумаг. Они могут формироваться на основе большого числа бумаг, подчиняться отраслевому или любому другому признаку. Индекс *S&P500* охватывает 500 наиболее крупных компаний по объемам выпуска акций и составляется как средневзвешенный курс по этим объемам. Фьючерсные сделки на базе этого индекса имеют наибольший оборот, основная масса контрактов по нему заключается на Чикагской товарной бирже. *Dow Jones Industrial Index* строится на основе цен на акции 30 крупнейших американских компаний; он считается очень надежным и наиболее универсальным рыночным показателем.

Индексные фьючерсы являются контрактом на продажу/покупку стандартизированной величины одного из индексов по заранее определенному курсу

(величине) этого индекса в будущую стандартизированную дату исполнения обязательств. Они не предполагают каких-либо поставок ценных бумаг. Технология сделок основана на том, что положительное или отрицательное изменение величины индекса умножается на стандартный денежный коэффициент. Полученная сумма выплачивается одной из участвующих сторон. Сделки с индексами — это относительно новые, быстро развивающиеся финансовые операции, объем которых в 2000 г. составил 393 млрд долл., увеличившись с 1986 г. в 27 раз.

10.4. Опционы на финансовые активы

10.4.1. Особенности и функции опционов

Инструменты с чертами опционов известны в США с 1790 г. В современной истории до 1973 г. опционы обращались на низколиквидном внебиржевом рынке с помощью дилеров и брокеров, которые сводили вместе покупателей и продавцов, вырабатывали условия контракта и взимали за это комиссионные. В апреле 1973 г. на Чикагской бирже опционов впервые была открыта торговля стандартизированными опционными контрактами. Были введены в обращение опционы на покупку (*call option*) на 16 акций с тремя сроками завершения. В 1975 г. колл-опционы появились и на других американских биржах.

Опционы на продажу (*put option*) появились на биржах в 1977 г. Первые сделки по биржевым валютным опционам были совершены на Филадельфийской бирже в 1982 г. Первые опционы на индекс *S&P500* были введены в 1983 г., на процентные ставки — в 1989 г. С начала 1980-х гг. торговля опционами распространилась на многие биржи мира, особенно после введения стандартизированных опционов. На биржах торгуются опционы валютные, процентные, на индекс, на фьючерс. Объектом финансовых опционов являются акции, долговые ценные бумаги, валютные курсы, биржевые котировки.

Опционный контракт предоставляет право, но не обязательство, купить/продать (отказаться от сделки) определенный базисный актив, а также производный инструмент (фьючерс) на протяжении предусмотренного срока, по цене контракта (*strike price*). Опцион дает возможность выбора и позволяет получить определенный доход от финансового вложения или денежного займа. Опцион позволяет инвесторам ограничить риск определенной суммой, возможность потери которой возникает при неблагоприятном изменении цены или курса актива, при этом выигрыш неограничен. При торговле опционами все права остаются за покупателем, а обязанности — за продавцом, за что он получает премию. Премия — это цена опциона. На стоимость опционного контракта и премию, т. е. цену, по которой он предлагается, оказывают воздействие многие факторы.

Основными факторами являются: цена базисного актива; время до истечения срока; волатильность (неустойчивость) цены базисного актива или рынка в целом; выплаты по базисному активу (дивиденды); процентные ставки; а также соотношение спроса и предложения. Цена опциона включает две составляющие — внутреннюю стоимость (действительную) и внешнюю стоимость (временную). Внутренняя стоимость — это сумма, которая была бы получена за опцион, если бы он завершился сегодня. Эта стоимость определяется соотношением между ценой опциона страйк и ценой реального товара. Внутренняя стоимость колл-опциона —

это величина, на которую цена реального товара превышает цену страйк. Например, при курсе 1 долл. • * 114 иен внутренняя составляющая иены колл-опциона со страйком 104 будет равняться 10, Покупатель опциона может тут же закрыть позицию по текущему рыночному курсу и получить прибыль в размере 10 иен.

Опционы американские и европейские различаются по моменту передачи права покупателю распоряжаться предметом сделки. Американские опционы дают право на покупку/продажу финансовых активов в течение всего периода действия контракта, при этом контракт можно перепродавать/перекупать. Европейские опционы предоставляют такие права только по истечении установленного срока. Датой истечения срока по биржевым опционам на акции, например, считается обычно суббота после третьей пятницы месяца, в котором истекает опцион. В зависимости от степени покрытия позиции опционы бывают покрытые и непокрытые.

Покупка/продажа непокрытых опционов означает потери для покупателя в случае неблагоприятного развития конъюнктуры. Риск потерь может быть снижен или исключен за счет дополнительной покупки/продажи актива, лежащего в основе опциона. Опционы различаются по типу расчетов при исполнении контракта. Они могут завершаться поставкой базисного актива либо денежными расчетами. Опцион с физической поставкой дает право его владельцу получить или поставить базисный актив при исполнении опциона по оговоренной цене страйк. Расчетный опцион дает его владельцу право получить наличный платеж, т. е. расчетную сумму. Платеж равен разнице между определенной ценой базисного актива на время исполнения опциона и страйком опциона.

Опционы торгуются на биржах и вне организованных площадок. Опционы, торгуемые на бирже, называются свободно торгуемыми опционами (*exchange-traded options*). Опционы одних серий могут одновременно предлагаться на нескольких национальных (*multiply-traded options*) ИЛИ зарубежных рынках (*internationally-traded options*), при этом премии по идентичным опционам могут в определенный момент не совпадать на разных рынках. Свободно торгуемые опционы стандартизованы. В каждом из них зафиксированы четыре основные позиции: тип контракта (покупка/продажа), актив, лежащий в основе контракта, цена исполнения (*strike*), дата исполнения контракта.

Опционы, основанные на реальном активе, называются спот-опционами, на фьючерсе — опционы на фьючерс. Во внебиржевой торговле обращаются договорные опционы ОТС (*over-the-counter (OTC) options; conventional options*), а также розничные опционы (*retail options*). Розничные опционы выписываются банками и составляют основу внебиржевого опционного рынка. Розничные опционы не предлагаются, не перепродаются, не имеют стандартных условий; они могут быть отменены только соглашением с продавцом опциона.

10.4.2. Виды опционов

Число разновидностей опционов, имеющих хождение на мировом рынке, определить невозможно. Опцион является одним из наиболее используемых финансовых инструментов для хеджирования разного рода позиций и различных рисков, поэтому возникают различные модификации уже известных опционов. Рынок опционов предлагает огромное разнообразие инструментов, которые можно

разделить на четыре основных класса (или группы). В первую группу включаются классические опционы «колл» и «пут» (опционы ванилла); во вторую, третью и четвертую группы, или классы, включаются опционы с дополнительными условиями (со встроенными опционами).

Классический опцион на покупку (колл-опцион) удостоверяет право покупателя получить от продавца опциона базисный актив по твердо установленной в контракте базовой цене, в определенный момент времени. Классический опцион на продажу (пут-опцион) - это право покупателя опциона продать продавцу опциона базисный актив по твердо установленной цене в определенный момент времени. Опционы «колл» и «пут» могут содержать встроенные опционы, т. е. дополнительные условия для реализации контракта.

Опционы со встроенными опционами подразделяются на барьерные, оптимальные и средние опционы. Отличительная особенность барьерных опционов состоит в том, что они содержат помимо обязательных параметров (страйка, базисного актива, даты истечения опциона) дополнительный параметр (триггер), который определяет наличие или отсутствие прав на совершение сделки. Таким триггером может быть определенный уровень рыночной цены, при достижении которого права, вытекающие из условий контракта, возникают или прекращаются в полном объеме. При недостижении триггера права по опциону не могут быть исполнены. Барьерные опционы до достижения триггера обращаются как обычные опционы.

Различаются следующие барьерные опционы: опционы «нок-ин» (*knock-in option*); опционы «шок-аут» (*knock-out option*); опционы обратные «нок-ин» (*reverse knock-in*); опционы обратные «шок-аут» (*reverse knock-out*). Покупатель опциона «нок-ин»! уплатив премию, получает опционный контракт, который вступит в силу при достижении ценой базисного актива уровня триггера, который устанавливается выше страйка. И далее опцион обращается как обычный «колл» и называется колл-ин опцион. Если триггер не будет достигнут, то опцион никогда не вступит в силу.

Например, опцион «колл» со страйком 40 долл. и триггером 45 долл. при текущей цене 50 долл. Опцион вступит в силу, когда цена упадет до 45 долл. Если в опционе «жж-ин» тиггер ниже текущей цены актива, то это опцион «дауи-энд-ин»; если выше - опцион «ар-энд-ин». При опционе «олл-аут» права покупателя опциона на совершение сделки прекращаются при достижении ценой базисного актива уровня триггера. Так, при опционе «шок-аут» с коллом 40 долл. (страйк 40 долл.), триггер 35 долл., рыночная цена 50 долл., опцион истекает при падении цены актива до 35 долл. Некоторые барьерные опционы содержат так называемую уступку. Это значит, что в случае прекращения действия опциона его держателю выплачивается определенная сумма в качестве компенсации.

Оптимальные опционы (*optimal options*), или опционы «лук-бак» (*look-back options*), предоставляют покупателю возможность совершить сделку по оптимальной доходности в течение срока действия опциона. Опционы такого типа могут содержать оптимальный страйк или оптимальный курс. При опционе с оптимальным страйком заранее оговариваемая цена контракта отсутствует. Цена покупки/продажи определяется в момент исполнения опциона. Страйком становится любая оптимальная цена, которая существовала в течение срока действия опциона.

Потенциальная прибыль покупателя опциона максимальна с учетом ситуации на рынке.

Покупатель оптимального опциона «страйк» (*optimal strike*) приобретает право совершить сделку по наилучшему курсу в течение срока обращения опциона. Покупатель оптимального страйк колл-опциона (*optimal strike call*) получает право приобрести объект контракта по минимальной цене, которая сложится на рынке в течение срока опциона. Покупатель оптимального страйк пут-опциона (*optimal strike put*) может продать актив по максимально возможной рыночной цене. Оптимальный курсовой опцион (*optimal rate option*) — это опцион, по которому наилучшая рыночная цена становится уровнем, определяющим внутреннюю составляющую цену опциона и, следовательно, размер премии относительно заранее оговариваемого страйка.

На мировом финансовом рынке используются также средние опционы, которые являются производными от оптимальных опционов «страйк» и «рейт» (*average rate or strike option*). В этом случае используются средние показатели цены сделки (страйка) и курса (рейта) за время действия опциона. У среднего опциона «страйк» (*average strike option*) страйком выступает среднее значение рыночной цены актива за время действия опциона. При заключении сделки фиксируются объект опциона, срок его действия, а также период усреднения и метод расчета средней величины. При среднем курсовом опционе (*average rate option*) среднее значение рыночных цен, подсчитанное оговоренным способом, становится ценой, определяющей размер премии.

По погашаемым рискам опционы бывают процентные, индексные и валютные. На биржевых и внебиржевых рынках опционов, объем которых в 2000 г. составил 19,0 трлн долл., преобладают процентные опционы, доля которых составила 75 %; на индексы и акции — 14 %; на валюту — 11 %. Существенные изменения произошли на биржевом рынке за 1987-2000 гг.: валютные опционы уходят с этого рынка, их условная стоимость снизилась почти в 3 раза; напротив, стоимость процентных опционов увеличилась в 38,5 раз, на индексы — в 42,4 раза. Структура рынка опционов на 2000 г. приведена в табл. 10.3.

Таблица 10.3
Рынок опционов в 2000 г.¹

Виды опционов	Рынок (в млрд долл.)	
	Биржевой	Внебиржевой
Процентные	4734	9476
Валютные	21	2338
Индексные	1187	1555 ²
Всего	5942	13 369

¹ IMF. International Capital Markets; Developments, Prospects, and Key Policy Issues. — Wash., August 2001. - P. 22-25.

² На акции.

Процентные опционы являются способом защиты от неблагоприятной динамики колебаний процентной ставки, при этом контракт затрагивает только движение ставок. Процентные опционы бывают двух видов. Один вид процентных опционов базируется на ценах на ценные бумаги. Такие опционы дают право держателю купить/продать определенную долговую ценную бумагу, лежащую в основе опциона, или получить расчетную сумму, исходя из цены этой бумаги. Базисными активами для процентных опционов являются государственные долговые ценные бумаги. В США опционы выписываются на 30-летние казначейские облигации; 10-летние казначейские ноты; 5-летние казначейские ноты,

Другой вид процентных опционов базируется на доходности. Эти опционы являются расчетными, т.е. дают право владельцу получить наличный платеж, и основываются на разнице между страйком и стоимостью самого актива. Все опционы, базирующиеся на доходности, — это расчетные европейские опционы. Базисным активом по таким опционам является годовая доходность к погашению государственных бондов и среднесрочных нот, Годовая доходность исчисляется по ценам ценных бумаг, согласно методике торговой площадки, на которой обращаются данные опционные контракты.

Базисный уровень доходности определяется по ценной бумаге, имеющей наиболее длительный срок до погашения в данный момент. В отношении казначейских векселей учитывается годовой дисконт по ним. Базисная доходность устанавливается в процентном выражении доходности, умноженном на 10, Показателем доходности по векселю с годовым дисконтом 8,715 % будет 87,15.

Валютные опционы используются для защиты от потерь, связанных с колебаниями валютных курсов. Валютные опционы — это контракты на покупку/продажу одной валюты по цене, выраженной в другой валюте. Валютный курс выступает в качестве страйка, т.е. базовой цены контракта. Валюта, в которой выражены премия и страйк, называется торгуемой валютой. Валюта, которая продается/покупается, является базисной валютой. На рынке преобладают опционы на покупку/продажу иностранных валют за доллары США, а их **страйки** — курсы этих валют к доллару.

Опцион на покупку/продажу одной иностранной валюты по цене, выраженной в другой иностранной валюте, называется опционом на кросс-курс. В целях хеджирования и спекуляции валюты трейдеры предпочитают внебиржевые валютные опционы стандартным опционам и фьючерсам. Условная стоимость валютных опционов ОТС в 2000 г. составила 2,4 трлн долл., свободно торгуемых (биржевых) валютных опционов — 21,4 млрд долл.

Индексные опционы основываются на фондовых индексах. Индексные опционы расчетные, и их размер определяется мультипликатором опциона. Суммарной ценой исполнения для отдельного опциона является произведение страйка на мультипликатор. Премии котируются в пунктах и долях пункта. Пункт соответствует 1 долл. США. Для определения общей суммы премии котировка премии **умножается** на мультипликатор опциона.

Опцион на ценные бумаги дает право купить/продать определенное количество ценных бумаг по определенной цене либо по истечении определенного срока (европейский опцион), либо в течение ограниченного двумя датами срока (американский опцион). Такие опционы используются обычно для защиты инвести-

ционных портфелей от возможных колебаний курсов акций или в целях диверсификации вложенных средств для снижения риска. Опцион на акции обычно представляет собой контракт на 100 обыкновенных акций со страйком в долларах США за 1 акцию.

В стандартные условия опционов на ценные бумаги могут быть внесены изменения, вызванные некоторыми обстоятельствами. Например, может быть осуществлен прямой или обратный сплит, т.е. дробление находящихся в обращении акций на большее число акций с меньшим номиналом, или, наоборот, сокращение числа акций за счет их укрупнения. Например, инвестор купил опцион «колл» на акции со страйком 60 долл. Если было осуществлено размещение акций «3 акции за 2», тогда контракт будет содержать не 100, а 150 акций и будет иметь страйк 40 долл.

В случае реорганизации, рекапитализации, слиянии компании, как правило, никаких изменений в размер дивидендов и других выплат не вносится. Обычными считаются выплаты в пределах 10 % от общей капитализации компании на данный момент. Такие выплаты по акциям не вызывают никаких изменений в обращении опционов на них. Однако изменения могут быть внесены, если правилами сделана оговорка о том, что выплаты закрытого инвестиционного фонда, превышающие 5 % общей капитализации компании, не могут считаться обычными. На рынке деривативов опцион является наиболее гибким инструментом. Он все больше используется институциональными инвесторами для оптимизации доходности своих портфелей. Покупка опционов подходит мелким инвесторам. При этом инвесторы могут играть как на повышающемся, так и на понижающемся рынке («колл» и «пут»).

Покупатели не обязаны исполнять условия контракта в части поставки. Они могут сохранять позиции при любых изменениях конъюнктуры базисного актива без увеличения убытков и необходимости восполнения залоговых средств. На рынке опционных контрактов институциональные инвесторы являются, как правило, продавцами и получают при заключении контракта премию. Мелкие частные инвесторы выступают обычно покупателями опционов. Их привлекает ограниченный риск, возможности прибыльного хеджирования небольших фондовых портфелей, отсутствие обязательств исполнять заключенный контракт.

В мировой торговле опционами наблюдается бурный рост, которого нет в других секторах биржевого рынка стандартных контрактов. Это связано со стремительным развитием фондового рынка, с приходом на этот рынок мелких инвесторов благодаря Интернету. Практически во всем мире на акции торгуются опционы, а не фьючерсы, что связано, в частности, с запретом торговли фьючерсами на акции в США. В то же время опционы ставят в неравное положение продавцов и покупателей контрактов. Продавцы получают неограниченный риск при ограниченной доходности.

Для достижения ликвидности опционных рынков и привлечения покупателей на него необходимо «дружественное!» окружение других сегментов финансового рынка. В частности, имеется в виду наличие рыночных механизмов хеджирования «коротких» опционных позиций, что требует высокого уровня развития инфраструктуры и инструментария финансового рынка в целом. К примеру, короткая позиция по опциону «пут*» на акцию хеджируется «короткой продажей*» этой

же акции на фондовом рынке. Иными словами, опционный рынок и рынок акций взаимодействуют через механизм «коротких продаж». Устоявшейся практикой является и хеджирование опционных позиций с помощью других опционных контрактов.

10.5. Свопы

10.5.1. Общая характеристика

Своп означает обмен двух валют и обратный обмен в согласованную дату. Своп — это операция, состоящая из двух частей: сначала покупается иностранная валюта по курсу спот, затем она продается по курсу форвард. Рынок свопов возник из-за стремления обменять с наименьшими потерями наиболее подверженные риску валюты, процентные ставки и котировки акций. Первая операция валютного свопа была произведена в 1981 г. между американской компанией IBM и Международным банком реконструкции и развития (МБРР). Процентные свопы возникли в 1982 г., и в начале 1980-х гг. рынок свопов развивался в основном в США. Бурный рост свопового рынка в Европе и Японии начался во второй половине 1980-х гг.

В 1990-х гг. США продолжали удерживать ведущие позиции на рынке свопов. Однако эти операции получили большое распространение и в Европе, что было связано с высокой ликвидностью европейского рынка, ожиданиями широких перспектив на основе введения евро и формирования единого финансового рынка. С 1985 г., когда была создана Международная ассоциация своп-дилеров, процентные свопы торгуются как стандартные финансовые инструменты. Основными продавцами на рынке свопов выступают крупные коммерческие и инвестиционные банки.

Обычно операции осуществляются анонимно через посредников, с участием двух партнеров. Однако крупные американские и европейские инвесторы проводят операции своп и без второго партнера — открытый своп. Рынок свопов внебиржевой; вторичный рынок развит слабо. Предметом сделок своп являются валютные курсы, процентные ставки и котировки акций. Большое распространение получили комбинированные, или гибридные, свопы, в частности валютные свопы на процентные ставки, или свопы, объединенные с форвардами, и др.

10.5.2. Валютные и процентные свопы

Валютный своп состоит в согласии двух сторон купить определенное количество валют друг у друга по текущим ценам и затем продать то же самое количество валют в конце обусловленного периода. Валютные свопы обслуживают следующие операции:

- обмен долговыми обязательствами с фиксированными курсами валют;
- обмен долговыми обязательствами с плавающими курсами валют;
- обмен долговыми обязательствами с фиксированными курсами валют на долговые обязательства с плавающими курсами валют.

Суть операции своп заключается в том, что в обеих сделках (в покупке и продаже валюты) применяется один и тот же валютный курс, и обе стороны осу-

ществляют регулярные взаимные платежи по установленному курсу в течение срока действия соглашения. При помощи свопа долларовые обязательства, например, английской компании американскому банку конвертируются в фунты стерлингов. Эта операция выглядит так, как будто английская компания взяла в долг доллары и выплачивает долг и проценты в фунтах стерлингов.

Операции валютного свопа обычно проходят в три этапа. Сначала две стороны, имеющие взаимодополняемые интересы, обмениваются долговыми обязательствами в различной валюте по текущему курсу. Каждая из сторон выплачивает проценты по долговым обязательствам, возникающим в результате обмена долгами, в течение срока сделки. По истечении срока сделки стороны опять обмениваются валютами по курсу, установленному первоначально в контракте. Валютные свопы обеспечивают снижение стоимости финансовых операций; доступ на определенные рынки на самых благоприятных условиях; снижение степени риска, связанного с операциями с иностранной валютой; диверсификацию финансовых источников; доступ к долгосрочному финансированию в необходимой валюте.

Валютные свопы внешне похожи на форвардные контракты. Разница заключается в том, что при валютном свопе премия отсутствует, поскольку начальный и конечный валютный курс одинаков. В отличие от форвардов (как правило, краткосрочных) валютные свопы могут быть использованы в течение ряда лет. Валютные свопы чаще всего применяют банки и акционерные компании с прочной позицией на рынке. Посредством свопов они получают доступ на оптимальных условиях на рынок определенной валюты.

Процентный своп представляет собой контрактное обязательство двух сторон обменяться процентными платежами по равным (по размерам) долговым обязательствам. При этой операции две компании берут займы равные суммы на один и тот же срок у разных кредиторов. При этом одна компания берет под фиксированный процент, другая — под плавающий процент; каждая компания обязуется обслуживать процентные платежи другой компании. По завершении контракта выплачивается разница между этими платежами. Свопы по процентным ставкам отличаются от валютных свопов тем, что обмен производится только на сумму обязательств, с которых взимается процент.

10.6. Кредитные деривативы

10.6.1. Особенности рынка кредитных деривативов

Кредитные деривативы переносят кредитный риск с одного контрагента по сделке на другого контрагента за определенную плату. Доля кредитных деривативов на глобальном рынке финансовых производных инструментов составляет менее 1 %; однако за 1996–2002 гг. объем рынка кредитных деривативов вырос в десятки раз и составил около 1,6 трлн долл. На этом рынке обращаются дефолтные свопы и опционы, свопы на совокупный доход, свопы на активы, связанные кредитные ноты, опционы на кредитный **спрэд** и др. Свопы на совокупный доход и опционы на кредитный **спрэд** наиболее часто используются на рынке долга развивающихся и переходных стран. Дефолтные свопы и связанные кредитные ноты чаще всего применяются при торговле кредитными займами.

Рынок кредитных деривативов формируется с начала 1990-х гг. Первоначально он был представлен в виде кредитного свопа, который позволяет банку хеджировать кредитный риск по выданным ссудам без продажи самого актива. При такой сделке банк передает риски по данному кредиту в виде производной бумаги желающему получить за это определенное вознаграждение. Для сделок по кредитным деривативам характерно использование стандартизированных контрактов. Кредитные деривативы обладают определенными отличительными чертами, которые позволяют их выделить из огромной массы производных финансовых инструментов.

Кредитный риск основывается на случайных событиях. Перенос кредитного риска по указанному в контракте активу путем осуществления платежей обусловлен, т. е. он происходит из-за наступления определенных кредитных случаев. К кредитным случаям обычно относят дефолт или определенный ценовой уровень актива до дефолта или сразу после его наступления. Кредитным случаем могут быть также банкротство, отказ от погашения долга, мораторий, реструктуризация долгов, понижение кредитного рейтинга. В своем большинстве кредитные деривативы являются двухфакторными производными продуктами. На их рыночную стоимость одновременно оказывают влияние уровень кредитного риска по активу и уровень процентных ставок,

Условия сделок с кредитными деривативами предусматривают периодический обмен платежами или выплату премии, а не единовременные комиссионные выплаты по другим внебалансовым кредитным продуктам. Кредитные деривативы, как правило, являются расчетными инструментами. При достижении определенного уровня цены или при наступлении определенного события продавец данного инструмента выплачивает покупателю определенную денежную сумму. Кредитные деривативы способствуют достижению договоренности банка с клиентурой.

Банк, выдавший кредит, при неблагоприятном развитии событий будет стараться сохранить взаимовыгодные долгосрочные отношения с заемщиком, будет вести с ним переговоры о сроках и размерах выплаты задолженности по кредиту. Кредитные деривативы предлагают опосредованное хеджирование риска. Это означает, что банкам не нужно уведомлять заемщика о продаже предоставленного ему кредита на вторичном рынке, если банк выступает продавцом; или о принятии на себя полного объема кредитного риска от продающего кредит банка, если банк выступает покупателем.

Кредитные деривативы позволяют инвестору застраховать себя от риска дефолта на любой желаемый период в течение всего срока обращения базисного актива. Так, например, инвестор, владеющий 20-летними Брейди-облигациями, желает принять на себя риск, относящийся к последним 16 годам срока обращения облигаций. Он может купить кредитные деривативы, покрывающие интересующий его участок кривой доходности. При этом он теряет на 4-летнем спреде, поскольку кредитный дериватив на этот период ему обойдется дороже, но взамен он получает значительно более широкий спред.

За недолгий период рынок кредитных деривативов прошел несколько этапов. Этап его зарождения и первоначального развития завершился в 1992 г., когда члены Международной ассоциации деривативов (*ISDA*) приняли решение создать в качестве отдельного сегмента рынок, объединяющий все производные инстру-

менты, предоставляющие кредитную защиту. Первым маркет-мейкером рынка стал банк *Bankers Trust*, который заключил сделку с дефолтными свопами в 1992 г.

Рынок ведет свое начало с 1993 г., когда *Bankers Trust* и *Credit Swiss Financial Product* приступили в Японии к продаже нот, стоимость которых при погашении зависела от конкретных событий, связанных с возможным дефолтом. Некоторые бумаги были выписаны на корзину кредитов, сформированную клубом заемщиков. В этом случае инвестору выплачивалась премия по всем ее составляющим. В случае если хотя бы один из заемщиков, чьи активы входят в корзину, объявит дефолт, инвестор обязан был произвести все выплаты банку, который продал ноты.

Двигателями развития рынка кредитных деривативов на первых порах выступили инвестиционные банки. Этот рынок позволяет эффективно управлять кредитными лимитами по огромному портфелю облигаций, особенно неликвидных корпоративных облигаций, облигаций стран с формирующимися рынками, а также производных финансовых инструментов. Позднее в круг участников рынка кредитных деривативов вошли коммерческие банки, пенсионные фонды, страховые и торговые компании и др.

10.6.2. Современные тенденции развития кредитных деривативов

В 1997 г. начался этап интенсивного развития рынка кредитных деривативов, для которого характерны:

- использование участниками рынка разработанной стандартной документации;
- наличие в некоторых странах законодательных актов, регулирующих операции с кредитными деривативами;
- упрощение процедур при заключении сделок; дальнейшее увеличение количества используемых инструментов;
- появление специализированных фирм, занимающихся исключительно торговлей кредитным риском;
- выработка и использование участниками рынка общепризнанных ценовых моделей;
- проведение систематических исследований рынка и публикация официальных статистических данных;
- создание специальных структур для решения споров.

Современный рынок кредитных деривативов характеризуется высокой концентрацией вокруг ведущих финансовых центров, и прежде всего внебиржевых рынков Лондона и Нью-Йорка. Центры торговли кредитными деривативами появились в Гонконге и Сингапуре. Этот рынок отличается высокой динамикой; по оценкам, глобальный рынок кредитных деривативов составил в 1996 г. 30-50 млрд долл., в 2002 г. — 1,6 трлн долл. Бум на рынке кредитных деривативов обусловлен рядом факторов, среди которых можно выделить следующие:

- быстрое превращение банков в основных конечных пользователей кредитных деривативов;
- приход на рынок новых участников, в том числе крупных страховых компаний и пенсионных фондов, и их активное вовлечение в процесс торговли кредитными рисками;

* наличие широких возможностей для проведения межрыночного и пространственного арбитража;

* резкое увеличение числа банкротств и дефолтов в 1998-1999 гг. и, соответственно, рост потребностей инвесторов в защите от кредитного риска.

По данным рейтингового Агентства *Moody's*, в 1999 г. в американском корпоративном секторе произошло 99 случаев дефолтов на сумму 23,5 млрд долл.; на мировом рынке объем дефолтов компаний и правительств по долговым обязательствам в 1999 г. удвоился по сравнению с 1998 г. и составил 45 млрд долл. Это связано с тем, что 147 компаний и суверенных заемщиков не смогли выполнить свои долговые обязательства. При этом 40 % всех дефолтированных высокодоходных ценных бумаг пришлось на компании с низким кредитным рейтингом, впервые обратившиеся к внешнему финансированию.

На рынке кредитных деривативов в 1996 г. преобладали долги стран с формирующимися финансовыми рынками (58 %), при защите которых использовались прежде всего опционы на кредитный спред, а также свопы на совокупный доход и дефолтные свопы. Доля корпоративных облигаций равнялась 26 %, займов — 16 %. Кредитные риски по облигациям и займам покрывались в основном свопами на дефолт и на совокупный доход. Структура рынка кредитных деривативов по покрываемым рискам имела следующий вид: доля свопов на совокупный доход составила 32 %, дефолтных свопов — 27 %, опционов на кредитный спред — 20 %, структурированных нот — 15 %, корреляционных инструментов — 5 %, кредитных форвардов — 1 %.

10.7. Глобальный рынок финансовых производных инструментов

10.7.1. Структура глобального рынка деривативов

В 2002 г. глобальный рынок деривативов составил 142 трлн долл.; в 2001 г. — 123,0 трлн долл., прирост на биржевом рынке был равен 66 %, на внебиржевом — 0,6 %. Становление рынка финансовых деривативов связано с первоначальным появлением внебиржевых форм и последующим расширением биржевой торговли. Доминирующая и направляющая роль внебиржевой торговли в развитии глобального рынка деривативов сохраняется и является его характерной чертой. Внебиржевые контракты обладают определенными преимуществами перед стандартизированными биржевыми контрактами. Они договорные, их отличают гибкость, ориентированность на конечного клиента и легкость регулирования.

В 2000 г. на рынке деривативов преобладали процентные производные инструменты (*interest rate*) с долей в 70 % (табл. 10.4). Основная масса процентных деривативов обращается вне биржи (60 %), где преобладают свопы; на биржевом рынке преобладали фьючерсы и опционы. Доля производных инструментов, покрывающих валютные риски (*foreign exchange*), составила 14 % глобального рынка деривативов.

В основном валютные деривативы обращаются во внебиржевой торговле в виде валютных (*currency*) свопов, форвардов и их комбинаций; доля биржевой торговли валютными фьючерсами и опционами ничтожна. Деривативы на индекс (*Stock*

market index) торгуются почти в равных объемах на биржевом и внебиржевом рынках. На биржах они представлены опционами и фьючерсами, вне бирж — опционами, форвардами и свопами.

Таблица 10.4
Глобальный рынок финансовых деривативов в 2000 г.

Финансовые деривативы	Рынок (трлн долл.)			%
	Биржевой	Внебиржевой	Всего	
Всего	14,30	95,19	109,49	100
Процентные деривативы	12,62	64,67	77,29	70,44
Фьючерсы	7,89	-	7,89	7,20
Опционы	4,73	9,47	14,20	12,96
Свопы	-	48,76	48,76	44,53
Форварды	-	6,42	6,42	5,86
Валютные деривативы	0,09	15,65	15,74	14,37
Фьючерсы	0,07	-	0,07	0,06
Опционы	0,02	2,33	2,35	2,14
Свопы	-	3,19	3,19	2,92
Форварды и форвардные снопы	-	10,13	10,13	9,25
Деривативы на индекс	1,58	1,89	3,47	3,17
Фьючерсы	0,39	-	0,39	0,35
Опционы	1,19	1,55	2,74	2,50
Форварды и свопы	-	0,33	0,33	0,30
Другие	-	-	12,31	11,24

10.7.2. Внебиржевая торговля деривативами

На внебиржевом срочном рынке обращаются многочисленные производные инструменты, в том числе форвардные контракты, опционы, варранты, свопы, многочисленные контракты о процентных ставках: о будущей процентной ставке, о максимальной или минимальной процентной ставке. Внебиржевой рынок по сроку заключения контрактов является преимущественно кратко- и среднесрочным, но возможно и заключение долгосрочных контрактов. Внебиржевому рынку принадлежит доминирующая и направляющая роль в торговле деривативами.

Рассчитано по условной основной сумме находящихся в обращении деривативов (*Notional Principal Amounts Outstanding*). IMF. International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues. - Wash., August 2001. - P. 22-24.

В 1987 г. его объем превосходил объем биржевой торговли на 20 %; в 1995 г. превышение составило 90 % за счет снижения биржевого оборота и роста внебиржевой активности; в 2000 г. находящиеся в обращении внебиржевые деривативы превысили биржевые деривативы в 6,6 раз; сумма их открытых позиций составила 95 трлн долл., в 2001 г. — около 100 трлн долл. Структура внебиржевой торговли договорными деривативами ОТС на начало 2000 г. имела следующий вид:

- процентные контракты составляли 68 %, на обменные валютные курсы — 16 %, на акции — 2 %, другие — 14 %;
- по валюте на рынке деривативов ОТС доля доллара США равнялась 32 %, евро — 28 %, японской иены — 19 %, фунта стерлингов — 8 %, швейцарского франка — 3 %, канадского доллара — 2 %, других — 8 %;
- в структуре рынка валютных деривативов ОТС преобладали форварды и форвардные свопы — 67 %; валютные свопы составили 17 %, опционы — 16 %;
- в составе внебиржевого процентного рынка деривативов свопы составили 73 %, опционы — 16 %, процентные форварды — 11 %.

Внебиржевой рынок характеризуется высокой концентрацией, динамикой и объемом. За 1987–2000 гг. сумма находящихся в обращении деривативов на внебиржевом рынке возросла в 103 раза, на биржевом рынке — в 19 раз. Высокие и опережающие темпы роста внебиржевого рынка по сравнению с биржевым рынком определяются многими причинами, в том числе:

- увеличением спроса на инструменты хеджирования из-за неустойчивости процентных ставок и валютных курсов;
- увеличением спроса на инструменты, позволяющие получать прибыль от различий в процентных ставках и валютных курсах;
- увеличением спроса на инструменты для минимизации и диверсификации риска;
- **сокращением** издержек на внебиржевом рынке благодаря внедрению новых технологий;
- растущим спросом со стороны банков на новые операции;
- дерегулированием и либерализацией финансовых рынков.

10.7.3. Биржевая торговля

Биржевые сделки имеют преимущества перед внебиржевыми с точки зрения рисков, ликвидности и дешевизны операций. Развитие биржевого рынка происходит за счет операций с производными контрактами, базисными активами которых являются валюты, ценные бумаги, индексы, акции. На биржевом рынке обращаются стандартизированные, преимущественно краткосрочные, фьючерсные и опционные контракты. Основной объем биржевой торговли (до $\frac{3}{4}$) приходится на главные международные финансовые центры, ведущие мировые фондовые биржи.

Деривативами торгуют традиционные срочные товарные биржи, фондовые биржи, торгующие только фьючерсами и опционами, и специализированные биржи, торгующие определенными контрактами. Опционы торгуются на Чикагской

опционной бирже, Европейской опционной бирже, Лондонском рынке торгуемых опционов, Парижском рынке опционов и др. Есть биржи, торгующие только фьючерсами, — это, в частности, Нью-Йоркская фьючерсная биржа, Сиднейская биржа финансовых фьючерсов и др.

Некоторые биржи объединили свои операции по идентичным контрактам. Например, Чикагская товарная биржа и Сингапурская международная валютная биржа в 1984 г. создали систему взаимных офсетных сделок по идентичным фьючерсным контрактам. Это позволяет участникам, имеющим возможность торговать на обеих биржах, открывать позицию на одной бирже и закрывать эту же позицию на другой бирже в течение разных торговых сессий. С 1997 г. получает распространение объединение электронных систем торгов срочных бирж сначала Парижа, Франкфурта и Цюриха, а затем и фондовых бирж Лондона и Франкфурта. Это дает возможность члену одной биржи получить доступ на другие биржи и осуществлять операции с их финансовыми продуктами.

Конец 1980-х — начало 1990-х гг. характеризовались масштабным расширением операций с торгуемыми финансовыми деривативами и расширением географии их применения. За 1986–2000 гг. условная основная сумма обращающихся на бирже производных финансовых инструментов увеличилась в 23 раза и составила 14,3 трлн долл. Количество заключенных на бирже контрактов с 1986 г. по 2000 г. возросло в 5,2 раза и составило 1642 млн контрактов. Существенные сдвиги произошли в региональном размещении рынков деривативов. Объем биржевого рынка деривативов США за 1986–2000 гг. увеличился по сумме обращающихся контрактов в 16 раз и составил 8,2 трлн долл.; по количеству контрактов — в 1,6 раз (460 млн контрактов).

За тот же период объем рынка биржевых деривативов Европы по сумме возрос в 319 раз и составил 4,2 трлн долл., по количеству контрактов — в 69 раз и составил 716 млн контрактов. В результате к 2000 г. доля Северной Америки снизилась по стоимости до 58 %, по количеству заключенных контрактов — до 28 %. Доля Европы соответственно возросла по стоимости до 29 %, по количеству заключенных контрактов — до 44 %. В результате Европа существенно потеснила Северную Америку на рынке деривативов, заняв первое место по количеству контрактов и второе место — по объему. Значительный рост европейского биржевого рынка деривативов связан с тем, что в Европе активное расширение этого рынка только началось с 1980-х гг.

Структура биржевой торговли деривативами по инструментам за последние 15 лет не претерпела существенных изменений: доля фьючерсов в 2000 г. составила 58 %, опционов — 42 %. Она отличается определенной стабильностью и по рискам. В общем объеме обращающихся на бирже деривативов преобладали процентные деривативы (88 %). За 1986–2000 гг. удельный вес деривативов на индексы акций на биржевом рынке снизился с 14 до 11 %; доля валютных деривативов упала до ничтожной величины (0,6 %) (табл. 10.5).

Масштабное расширение торговли деривативами за последние 10–15 лет базируется на многих факторах, произошедших в мировой экономике, в экономике отдельных стран, на рынке капиталов и т. п. Глобальный рынок деривативов расширяется вследствие развития экономики США и других развитых стран, в связи с финансовой либерализацией и глобализацией. Важным фактором

расширения рынка деривативов является аккумуляция огромных финансовых ресурсов институциональными инвесторами. Совершенствование техники и технологии значительно упростило и удешевило процесс заключения сделок, способствует увеличению ликвидности финансовых рынков, более частому пересмотру инвестиционных портфелей и росту объемов операций.

Таблица 10.5
Динамика и структура биржевого рынка деривативов по регионам в 1986-2000 гг.¹

Регион	Годы, трлн долл.							
	1986	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Всего	0,62	2,29	9,28	10,01	12,40	13,93	13,52	14,30
В том числе:								
Северная Америка	0,52	1,28	4,85	4,84	6,25	7,36	6,93	8,24
Европа	0,01	0,46	2,24	2,82	3,59	4,40	3,95	4,18
Азиатско-Тихоокеанский регион	0,09	0,56	1,99	2,15	2,23	1,87	2,38	1,59

Выводы

1. Финансовые деривативы получили большое развитие после отмены фиксированных валютных курсов и регулирования процентных ставок. Они используются для управления валютными, процентными и другими рисками хеджерами и спекулянтами.
2. Форвардный внебиржевой контракт заключается в том случае, если платеж должен быть осуществлен через какой-то промежуток времени. Он представляет собой соглашение между банком и клиентом о продаже/покупке финансового актива по зафиксированному курсу с поставкой через определенный период времени (чаще через 1-6 месяцев).
3. Фьючерсный контракт позволяет купить/продать актив в определенное время и по фиксированной цене; он стандартизирован, торговля организована и централизована. Цена на фьючерсы устанавливается рынком, расчеты осуществляются через клиринговую палату.
4. Опцион дает право держателю купить/продать определенное количество активов по фиксированной цене исполнения опциона. Американский опцион может быть исполнен в течение всего периода его действия, европейский опцион — в конечную дату. Опционы торгуются на биржах, где сроки истечения контракта определены, и на внебиржевом рынке, где сроки варьируются.

¹ Рассчитано по условной основной сумме находящихся в обращении деривативов по статистике биржевой торговли в стоимостном объеме открытых позиций (по номиналу) на конец года. IMF. International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues. - Wash., September 2000. - P. 28-29; August 2001. - P. 22-23.

5. Рынок опционов является наиболее растущим сегментом финансовых рынков. Опционы позволяют разрабатывать многочисленные инновационные **хеджировые** и спекулятивные стратегии посредством различных сочетаний с другими опционами и фьючерсами.
6. Своповые контракты позволяют фирмам получать долгосрочные финансы по наиболее низким ценам в сравнении с другими инструментами.
7. Кредитные деривативы переносят кредитный риск с контрагента по сделке на другого контрагента за определенную плату.

Термины и понятия

Договорные деривативы ОТС; рынок «при выпуске»; рынок РЕПО; барьерный опцион; триггер; страйк; кредитные деривативы; клиринговая палата.

Вопросы и задания для самопроверки

1. Дайте определение финансовых деривативов и объясните, в чем проявляется их производный характер.
2. Когда и почему финансовые деривативы получили большое распространение?
3. Каковы функции финансовых деривативов?
4. Какие риски управляются с помощью деривативов?
5. Чем отличаются деривативы ОТС (*over-the counter*)?
6. В чем состоят особенности форвардной сделки и каково ее целевое назначение?
7. Что такое рынок «при выпуске», рынок РЕПО?
8. Как организована торговля фьючерсами и как осуществляются расчеты?
9. Что такое опционы и чем отличается опцион американского типа от европейского типа?
10. В чем состоят особенности барьерных, оптимальных и средних опционов?
11. В чем заключается сущность своповой операции?
12. Что такое кредитные деривативы?
13. Как развивается динамика биржевого и внебиржевого рынков финансовых деривативов и что на нее воздействует?

Литература

1. Буренин А. Н. Рынки производных финансовых инструментов. - М.: ИНФРА-М, 1996.
2. Кавкин Л. В. Рынок кредитных деривативов. — М.: Экзамен, 2001.
3. Кармашов В. В. Операции РЕПО как инструмент рефинансирования // Деньги и кредит, 2002. — № 6.
4. Колб Р. У. Финансовые деривативы. - М.: ИИД ЙФИЛИНГ?, 1997.

5. *Летягин О. В.* Роль производных финансовых инструментов в оптимизации условий привлечения внешних финансовых ресурсов // *Деньги и кредит*, 2002. - № 2.
6. *Рэдхэд К., Хьюс С.* Управление финансовыми рисками. — М.: ИНФРА-М, 1996.
7. *Сафонова Т. Ю.* Биржевая торговля производными инструментами. — М.: Дело, 2000.
8. *Шведов А. С.* Процентные финансовые инструменты: оценка и хеджирование. - М.: ГУ ВШЭ, 2001.

Раздел III

РАЗВИВАЮЩИЕСЯ СТРАНЫ: ВНЕШНЕЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ, ДОЛГИ, КРИЗИСЫ

Изучение развивающихся стран начинается с теоретических основ внешнего финансирования этих стран. Основные теоретические положения вывоза капитала в отсталые страны были сформулированы *А. Смитом*. *К. Маркс* и его последователи отметили его эксплуататорский характер и усиление финансовой зависимости **принимающих** стран. В 1950–1970 гг. основным содержанием политики промышленно развитых стран в отношении постколониальных и других слаборазвитых государств было оказание им помощи для перехода от экономической стагнации к самоподдерживающемуся росту. Модель самоподдерживающегося роста предполагает формирование экономики, которая привлекает иностранный частный капитал и не зависит от официальных кредиторов.

В связи с этим были разработаны теории и модели помощи развитию. Неэффективность политики помощи и нарастающий разрыв в уровнях **экономического** развития между развитыми и развивающимися странами стимулировали поиск [разработку других направлений во взаимодействии двух групп стран. Большое **асп**ространение получили концепции перестройки международного разделения труда, поощрения прямого инвестирования, урегулирования проблемы внешнего долга. Международное финансирование развития в данном контексте трактуется **троко**, в него включаются не только система официального финансирования развивающихся стран, ее структура, механизмы, объем, но и приток частного капитала, который с 1990-х гг. стал преобладать в совокупном финансировании периферийных стран.

1.1. Теории и модели финансирования развития

1.1.1. Вывоз капитала в отсталые страны теориях английских классиков и марксистов

теоретические основы финансирования зависимых и отсталых стран были заложены *А. Смитом*. Он отмечал, что новые колонии (Америка и Вест-Индия) всегда бедны капиталом. Их постоянный спрос превышает их собственный капитал, который значительно меньше того, какой они могли бы с большой прибылью извлечь, пользу употребить. Эти страны стараются занимать возможно больше у своей метрополии, у которой они поэтому всегда состоят должниками. Смит отметил, что основной формой привлечения английского частного капитала в колонии были экспортные кредиты с гарантией под закладные. При этом заемщики часто нарушали свои долговые обязательства, платили нерегулярно и ненадежно; они пускали длительные просрочки и частичные погашения платежей.

И это происходило, по мнению Смита, не потому, что они бедны, а потому, что они слишком стремятся сделаться богатыми. Потери частных кредиторов, связанные с задержкой платежей, возмещались чрезмерными ценами на экспортные товары, высокими процентами по долгосрочным векселям и высокой комиссией при возобновлении краткосрочных векселей. При этом национальная экономика кредитора, как подчеркивал Смит, несла потери в результате изъятия денег из внутреннего обращения на длительный срок.

Дж. С. Миддль одобрял использование капитала на более плодородных землях и в освоении подземных богатств незаселенных или слабозаселенных районов небольшого шара, которые имеют решающее значение для любого значительного или продолжительного роста валового продукта. Милль отмечал, что менее развитые страны могут выпускать займы для привлечения иностранного капитала только под правительственные гарантии, без которых они их вряд ли бы получили. Для погашения долговых обязательств заемщики должны поддерживать превышение экспорта над импортом, равное стоимости долговых платежей.

К. Маркс заложил основы теории финансовой эксплуатации труда капиталом, которая была развита его последователями. Владельцы капитала как фактора производства, по Марксу, присваивают себе часть стоимости, произведенной другим фактором производства — трудом, отсюда вытекает эксплуатация бедных стран богатыми.

Усиление финансовой зависимости слаборазвитых стран от развитых государств было отмечено *Р. Гильфердингом*. Он показал, что финансовый капитал в поисках более высокой нормы прибыли устремляется в бывшие колониальные страны, в результате чего последние постепенно утрачивают способность проводить независимую экономическую политику и попадают под влияние кредиторов.

В. И. Ленин видел причину вывоза капитала в отсталые страны в погоне за более высокой прибылью, ибо в этих странах капиталов мало, цена земли сравнительно невысока, зарплата низка, сырые материалы дешевы. И далее Ленин подчеркивал, что вывоз капитала в тех странах, куда он направляется, оказывает влияние на развитие капитализма, чрезвычайно ускоряя его; при этом он увеличивает зависимость и порабощает колонии.

1.1.2. Экономические модели помощи развитию и снижения внешнего долга

Механизмы помощи освободившимся странам формировались, по признанию западных экономистов, более под влиянием экономических и политических интересов стран-доноров, чем потребностей стран-получателей. Тем не менее официальные ресурсы были основным источником финансирования группы развивающихся стран вплоть до начала 1990-х гг., а для многих стран они остаются таковыми и в настоящее время. Понятие и состав официального финансирования развивающихся стран претерпели изменения в сторону более расширенного толкования. В официальное финансирование стали включать не только ресурсы иностранных правительств и международных организаций, но и частные средства в рамках программ, гарантированных правительством страны-экспортера, или с государственной гарантией.

В теоретических разработках 1960-1970-х гг. западные авторы определили само понятие «помощи», ее целевое назначение, в том числе заполнение разрыва в сбережениях и инвестициях, восполнение нехватки иностранной валюты.

Американский экономист Дж. Пинкус в 1963 г. опубликовал модель «субсидийного элемента» (грант-элемента), в которой дал определение помощи развитию. Он выдвинул тезис о том, что только безвозвратные субсидии (дары, гранты) в свободно конвертируемой валюте являются помощью в полном смысле этого слова. Валютные займы и коммерческие кредиты содержат элемент помощи, если они предоставляются на более льготных, чем обычно, условиях.

С точки зрения страны-донора предоставляемые средства развивающейся стране можно рассматривать как помощь, если сроки и условия более благоприятны, чем на внутреннем рынке капитала кредитора. С точки зрения получающей страны такие кредитные средства являются помощью, если, во-первых, ставка процента будет ниже дисконтной ставки национального государственного банка и, во-вторых, заем имеет грант-элемент. Американец Г. Мейер включил в понятие «субсидийный элемент» частные инвестиции, если прибыль на инвестиции меньше дисконтной ставки национального капитала. Удельный вес грант-элемента в связи с ростом процентных ставок за 10 лет снизился к середине 1970-х гг. с 40-43 до 24-26 %.

В работах американских экономистов С. Кузнец и К. Курихары исходным моментом для обоснования притока капитала в развивающиеся страны послужили выводы об особенностях накопления капитала в слаборазвитой экономике. По мнению Кузнец, экономически слаборазвитая страна в процессе накопления капитала сталкивается с проблемами дефицитов.

Во-первых, это дефицит сбережений в финансовом смысле вследствие низкой склонности к сбережениям в этих странах. Во-вторых, нехватка сбережений в реальном смысле, ибо нет склонности использовать часть капитальных ресурсов, занятых в производстве предметов потребления, для осуществления производственных инвестиций. В-третьих, эти страны испытывают острый дефицит иностранной валюты для приобретения импортных ресурсов вследствие хронического отрицательного сальдо платежного баланса. Из такой ситуации следует только один выход — привлечение иностранного капитала. Его приток дает иностранную валюту и восполняет нехватку сбережений. В связи с этим были разработаны два типа моделей помощи развитию — это модели заполнения разрыва в сбережениях и инвестициях и модели восполнения иностранной валюты.

По проблемам пополнения сбережений одним из первых выступил американец Я. Роузенштейн-Родан. Автор модели полагал, что основной целью притока иностранного капитала в экономически слаборазвитые страны по программе помощи является создание условий для перехода от экономической стагнации к самоподдерживающемуся росту. Роузенштейн различал иностранную помощь и иностранный капитал. К помощи он относил «анормальный* капитал, под которым он понимал государственные средства, предоставленные на нерыночных условиях, которые не имеют своей непосредственной целью получение прибыли. Помощь оказывается для поднятия сбережений соответственно уровню инвестиций, которые обеспечивают заданный темп роста.

Приток иностранного частного капитала ожидается после того, как с помощью иностранных государственных вложений будет достигнут заданный темп роста. Частный капитал в качестве составного компонента инвестиций должен обеспечить дополнительный доход. Норма сбережений из дохода, полученного от использования частного иностранного капитала, должна значительно превышать среднюю склонность к сбережению. Из каждого нового прироста дохода, создаваемого благодаря использованию иностранного капитала, будет сберегаться все большая часть. В конечном счете норма сбережений должна подняться и достичь величины, позволяющей обходиться без помощи, а только собственными средствами с привлечением иностранных частных инвестиций на базе нормальных рыночных условий.

Модель Роузенштейна предназначена для определения потребности развивающихся стран во внешнем финансировании. Она показывает оптимальное соотношение между государственными и частными вложениями, позволяет определить, через какой промежуток времени с начала предоставления помощи станет выгодным частное инвестирование:

$$F = (I - S) = Y_0(k \times r - b) + 5Y_0(b - S_0),$$

где F — потребность в иностранном капитале, представляет собой разность между необходимой суммой инвестиций /и имеющимися сбережениями S . Инвестиции определяются произведением дохода Y на заданную норму инвестиций I , которая получается путем перемножения капитального коэффициента k на темп роста r . Сбережения выступают как произведение дохода Y на склонности к сбережениям S .

На основе модели Роузенштейна были сделаны конкретные расчеты потребности отдельных стран и регионов развивающегося мира в притоке внешних ресурсов с разбивкой на помощь и частный капитал вплоть до 1976 г. Расчеты показали, что приток частного капитала начнет замещение притока помощи после 1970 г., и большинство развивающихся стран достигнут самоподдерживающегося развития к середине 1970-х гг.

Модель американца Р. Майкселла определяет потребности в валюте для года t . Она относится к моделям восполнения нехватки иностранной валюты, которые выводят зависимость инвестиций и темпа роста национального дохода страны от объемов и темпов экспорта и импорта. Приток иностранной валюты должен покрывать дефицит платежного баланса. По мнению Майкселла, иностранная валюта покрывает разность между импортом и экспортом. Величина разности на год t определяется произведением национального дохода на темп роста, возведенный в степень t , и разностью между предельной склонностью к импорту и экспорту:

$$M_t - E_t = F_0 + Y_0(1 + r)^t \times (u' - e').$$

По мере экономического развития и приближения страны к самоподдерживающемуся росту разность между предельной склонностью к импорту и экспорту и потребностью в иностранной валюте должна сокращаться, ибо преимущественное развитие получают экспортные отрасли. Для достижения самоподдерживающегося развития темпы роста экспорта должны быть выше темпов роста импорта.

Американские экономисты *Х. Ченери* и *А. Страут* предложили модель трехфазового развития слаборазвитой экономики. Весь период времени, в течение которого страна нуждается в интенсивном привлечении иностранных средств, авторы разделили на три фазы, или этапа, развития. На каждом этапе выделялся главный лимитирующий фактор, тормозящий экономическое развитие. На первом этапе таким фактором авторы считали квалификационный лимит, т. е. нехватку квалифицированных кадров, занятых в производстве и управлении, что не позволяет достичь возможной при данных условиях нормы инвестиций. Задача иностранного капитала в этот период состоит в том, чтобы заполнить разрыв между сбережениями и инвестициями, возникающий при достижении наивысшей нормы инвестиций, возможной при существующей численности менеджеров, рабочих и служащих.

В течение всей первой фазы происходит непрерывное повышение предельной склонности к сбережениям, а норма инвестиций достигает оптимального уровня при данных условиях квалификационного лимита. На второй фазе развития авторы модели считают лимитирующим фактором ограниченность сбережений, уровень которых не обеспечивает развитие экономики без помощи извне. Поэтому разность между инвестициями, соответствующими потребностям самоподдерживающегося развития, и сбережениями, формирующимися на базе данной склонности к сбережениям, должна восполняться внешними ресурсами. Для определения потребности в иностранном капитале во второй фазе развития Ченери и Страут использовали математическую модель, подобную модели Роузенштейна-Родана.

Окончанием второй фазы считается момент достижения уровня склонности к сбережениям, равного необходимой норме инвестиций, вследствие чего необходимый приток иностранной помощи снижается до нуля. В третьей фазе развития главным ограничителем роста является торговый лимит, т. е. неспособность экспорта компенсировать импорт. Задача этой фазы состоит в сохранении самоподдерживающегося развития и превращении его в постоянный фактор. Этому препятствует недостаточная способность экономики к производству экспортной продукции и к замещению импорта.

С этой целью авторы модели предложили структурную перестройку экономики за счет перераспределения инвестиций. В ходе структурных преобразований должен быть преодолен торговый лимит посредством обеспечения превышения темпов роста экспорта над темпами роста импорта, при этом предельная склонность к импортированию снижается. Сокращающийся дефицит торгового баланса покрывается притоком иностранной валюты, т. е. заемными средствами. Свою теорию Ченери и Страут применили к анализу прогноза развития 48 развивающихся стран и более подробно — Пакистана.

Модель Ченери-Страута, как и другие модели, не учитывает реальной ситуации в развивающихся странах; она построена на предположении, что на базе привлечения иностранного капитала усиливается процесс накопления национального капитала. Однако это может произойти лишь в том случае, если иностранные ресурсы используются продуктивно, иностранный капитал не вытесняет местный капитал из прибыльных отраслей, способствует расширению конкурентоспособного товарного производства с преобладанием экспортного.

Проблемы накопления внешних долгов, их погашения, усиления финансовой и долговой зависимости развивающихся стран не рассмотрены в теориях и моделях не ставятся и не исследуются. Но анализ показывает, что все модели предполагают привлечение заемных иностранных средств, а также прямых и портфельных инвестиций, что неизбежно приводит к оттоку долговых платежей, прибылей и дивидендов, который может превысить приток официальных и частных ресурсов. В 1960-х гг. появились теоретические модели, анализирующие динамику внешнего долга и платежей по его обслуживанию с ростом национальной экономики. В таких моделях амортизация внешнего долга и процентные платежи рассматриваются чаще всего во взаимосвязи с сальдо текущего платежного баланса или с балансом инвестиций и сбережений.

Наиболее известна модель трехстадийного развития американского экономиста *Б. Абрамовича*. Согласно его теории, каждая страна-заемщик проходит три стадии развития задолженности. На первой стадии низкий уровень сбережений вынуждает страну заимствовать за границей средства не только для инвестирования развития, но и для погашения ранее полученных кредитов. В таких условиях внешняя задолженность растет быстрее ВВП. На второй стадии сбережения покрывают инвестиции, и новые заимствования предназначены для обслуживания внешних долговых обязательств. Темпы роста внешнего долга снижаются и становятся ниже темпов роста ВВП. На третьей стадии сбережения полностью обеспечивают финансирование инвестиций и обслуживание внешней задолженности, внешний долг снижается.

Американский экономист *Дж. Хайс* рассматривает проблему урегулирования внешней задолженности с точки зрения критической нормы процента. Критической считается наивысшая норма процента, при которой страна-заемщик может осуществлять платежи по внешнему долгу, не допуская превышения темпов роста задолженности над темпами роста ВВП. Модель основана на концепции Р. Харрода о взаимосвязи темпа роста инвестиций и сбережений:

$$I = \frac{(S_0 - S_1)}{(S_0 - k \times r)} \cdot (S_0 - k \times r)$$

Критический процент / в модели Хайса определяется отношением произведения темпа роста ВВП g на разность первоначальной S^0 и предельной склонности к сбережениям S_1 к разности первоначальной склонности к сбережениям и предельного коэффициента на темп роста ВВП. Модель Хайса предполагает, что кредиторы будут снижать уровень процентной ставки по кредитам развивающимся странам в соответствии с потребностями их развития.

Многие западные экономисты обратили внимание на неэффективность иностранной помощи. По мнению американского экономиста *Д. Дэйси*, правительства развивающихся стран используют средства помощи в качестве замены государственных сбережений, которые благодаря этому употребляются не в целях расширения инвестиционных программ, а для увеличения потребительских правительственных программ, не имеющих отношения к экономическому развитию страны.

Теоретические основы и институциональная система оказания помощи странам с хроническим дефицитом по текущим расчетам, а позднее и должникам, ока-

завшимся не в состоянии обслуживать свои долговые обязательства, были разра- ботаны странами-кредиторами, МВФ и другими международными организациями.; Предоставление займов МВФ и Всемирного банка, а также пересмотр и списание (прощение) части внешнего долга в соответствии с уставом МВФ и сложившейся практикой предусматривают неукоснительное выполнение страной-реципиентом принятых на себя обязательств по выполнению мероприятий, направленных на преодоление неплатежеспособности.

11.1.3. Теории партнерства

В связи с кризисом помощи развитию западные экономисты разработали концепции и модели притока иностранного частного капитала в развивающиеся страны. В этом контексте интерес представляют различные теории партнерства. Идея партнерства нашла свое воплощение в создании смешанных компаний как формы иностранного инвестирования с участием местного капитала. Многие западные экономисты полагают, что смешанная компания обеспечивает согласие между иностранным частным капиталом, правительством и местными пред- принимателями при определенных условиях. По их мнению, смешанная компа- ния обеспечивает реализацию целей национального инвестора; ее деятельность согласовывается с планом национального развития; происходит приток ино- странного капитала; осуществляется подготовка местных кадров; развивается производственная и социальная инфраструктура; формируется импортозаме- щающее производство.

Иностранный инвестор, как считают те же исследователи, вкладывая средства в смешанные предприятия, стремится получить большую прибыль, чем он может иметь в развитой экономике, за счет более низких издержек производства и льгот по налогам. Кроме этого, иностранному инвестору нужен свободный вывоз дохо- дов на капитал, а также страхование от передачи лицензий на новую технологию конкурирующим предприятиям.

П. Роузенштейн-Родан в ряде своих работ утверждал, что международные инвестиции могут стать областью общих интересов страны-кредитора и страны- дебитора, если удастся изменить структуру инвестиций и придать им форму, соответствующую современной экономике. Суть этих изменений автор видел в достижении оптимального соотношения объема иностранных и национальных инвестиций и наиболее рационального сочетания различных форм притока ино- странного капитала; международной помощи, частных прямых и портфельных инвестиций. По его мнению, помощь должна составлять $\frac{2}{3}$ всего притока ино- странных средств.

Прямые инвестиции следует осуществлять преимущественно в отрасли тяже- лой промышленности, а также в наиболее современные отрасли, где требуются специальные знания и большой опыт управления. В остальные сферы экономики желателен приток портфельных инвестиций. Гармония интересов иностранных и местных инвесторов обеспечивается при достижении между ними оптимального соотношения инвестиций и раздела прибылей.

По утверждению американского экономиста *П. Элсуорта*, приток иностранно- го капитала оказывает косвенное, а не прямое воздействие на развивающуюся экономику. Он способствует увеличению занятости и использования ресурсов

при сохранении их предельной производительности на прежнем низком уровне; при этом национальная экономика в целом выигрывает. Американский экономист *Дж. Ф- Максвелл* полагал, что партнерство должно быть основано на взаимных уступках иностранных корпораций и принимающих государств, которые должны взять на себя определенные взаимные обязательства.

По его мнению, иностранная корпорация, вкладывая свой капитал в слабораз- витую экономику, берет на себя определенные обязательства. Она должна ра- зумно реинвестировать прибыли и диверсифицировать свою деятельность че- рез местные проекты развития. Ей надлежит координировать свои интересы с интересами местных потребителей и предпринимателей; способствовать улуч- шению платежного баланса страны; допускать местных инвесторов и предста- вителей правительства к участию в делах компании на правах акционеров без права контроля.

В свою очередь, национальное государство гарантирует иностранной корпора- ции контроль над компанией независимо от доли в акционерном капитале; ре- патриацию доходов независимо от состояния текущего платежного баланса; сво- бодный перевод акций зарубежным инвесторам; ликвидацию собственности; получение полной компенсации в случае экспроприации или национализации их собственности. В случае если правительство принимающей страны сочтет норму прибыли иностранной корпорации чрезмерной, то способом сокращения этой прибыли должно стать привлечение дополнительных инвестиций из оте- чественных и иностранных источников.

11.1.4. Японская модель торго-во-направленных прямых иностранных инвестиций

Среди работ, посвященных теоретическому анализу прямых иностранных инве- стиций (ПИИ) в развивающиеся страны, наибольший интерес представляет модель японского экономиста *Кодзимы Киёси*. Автор утверждает, что при определенных условиях прямые инвестиции в развивающиеся страны следует рассматривать как помощь развитию. Он разделил все прямые инвестиции на торгово-направ- ленные и антиторгово-направленные.

К группе торгово-направленных инвестиций были отнесены прямые ино- странные инвестиции в добывающие и трудоемкие отрасли, где развивающиеся страны обладают сравнительными преимуществами. Во вторую группу автор включил прямые инвестиции, не учитывающие сравнительные преимущества стран-партнеров и препятствующие развитию внешней торговли. Японские компании, по мнению автора, осуществляют в основном торгово-направлен- ные инвестиции, американские компании — антиторгово-направленные инве- стиции.

По теории японского экономиста, прямые иностранные инвестиции являются торгово-направленными, если они способствуют углублению участия в междуна- родном разделении труда и развитию взаимной торговли стран-экспортеров и им- портеров прямых иностранных инвестиций. Это происходит в том случае, если экспорт прямых инвестиций осуществляют компании отраслей, не имеющих сравнительных преимуществ в национальной экономике. Их производство осно- вано на не избыточном (дешевом) факторе, а наоборот, на редком и дорогом фак-

	Страна А	Страна В
Товар X	100	150
Товар Y	100	300

В приведенном примере развивающаяся страна В производит оба товара с большими издержками, чем развитая страна А. При этом максимальный разрыв имеет место в производстве капиталоемкого товара Y, что обусловлено более низкой технологией и плохим менеджментом. Страна В имеет сравнительное преимущество в производстве традиционного трудоемкого товара; страна А имеет сравнительное преимущество в производстве капиталоемкого товара.

Экспорт прямых инвестиций рассматривается как передача из развитой страны А в развивающуюся страну В капитала, технологии и менеджмента. Если прямые инвестиции будут осуществлены в выпуск товаров X и Y, то это приведет в развивающейся стране В к снижению издержек производства обоих товаров. В условном примере издержки снизятся на 40 % и составят 90 по производству товара X и 180 — товара Y.

Таким образом, выпуск товара X в развивающейся стране стал конкурентоспособным на мировом рынке, производство товара Y осталось неконкурентоспособным с низкой нормой прибыли. Изготовление товара X в стране А дает компании 10 % прибыли, в стране В — 12 %, производство товара Y дает 10 % в развитой стране и 5 % — в развивающейся. Развита́й стране А выгодно увеличивать внутренние инвестиции в производство капиталоемкого товара Y и сокращать инвестиции в изготовление трудоемкого товара X; в развивающейся стране надо вкладывать прямые инвестиции в производство товара X, дающего 12 % прибыли.

В результате развивающаяся страна В сосредоточится на выпуске товара X и сократит или вовсе откажется от производства товара Y. Эффективность международного разделения труда возрастет, взаимная торговля двух стран увеличится, внешнеторговые позиции обеих стран улучшатся. Прямые инвестиции в традиционные отрасли развивающихся стран, по мнению К. Кодзимы, будут способствовать расширению их товарного экспорта в страны — экспортеры капитала, что следует рассматривать в качестве помощи развитию.

Антиторгово-направленные инвестиции осуществляются теми компаниями развитой страны, которые уже функционируют в отраслях, обладающих сравнительными преимуществами, т. е. производство основано на использовании наиболее обильных и дешевых для данной страны факторов. Экспорт капитала, технологии и менеджмента направляется в виде прямых инвестиций в отрасли других стран, не имеющих сравнительных преимуществ. В этом случае прямые иностранные инвестиции будут препятствовать улучшению отраслевой структуры и реорганизации международной торговли. Это подтверждается следующим примером.

	Страна А	Страна В
Отрасль X	5	12
Отрасль Y	10	15

В приведенном примере в традиционной отрасли развитой страны А условная норма прибыли 5 %, в высокотехнологичной отрасли промышленности — 10 %. При экспорте капитала в страну В в отрасли X и Y будут развиваться обе отрасли. Норма прибыли в стране В в отрасли X составит 12 %, в отрасли Y — 15 %. Такое соотношение норм прибыли означает, что экономика развитой страны А начнет терять свои преимущества сначала в традиционной отрасли X, а затем и в высокотехнологичной отрасли Y.

Потеря преимуществ в трудоемкой отрасли X будет сопровождаться значительным сокращением занятости. Чтобы не допустить такого положения, требуется введение протекционизма в стране А против более конкурентоспособных аналогичных товаров из страны В, а также установление жесткого контроля компаний — экспортеров капитала над производством страны В. Все это мешает проведению необходимых структурных улучшений в экономике обеих стран и ухудшает международную торговлю.

К. Кодзима утверждает, что для развитой страны, где заработная плата растет и постоянно создаются новые, более капиталоемкие продукты, более прибыльно и рационально освободиться от собственных трудоемких отраслей и передать их производство в страны с низкой заработной платой. Модель японского экономиста отражает стратегию ТНК, прежде всего японских, которые создают в развивающихся странах свои предприятия по добыче сырья, изготовлению полуфабрикатов и других трудоемких, материалоёмких, энергоемких, экологически грязных производств.

К. Кодзима считает, что политика развитых стран, будучи направленной на восполнение экономики стран Юга, должна осуществляться по двум направлениям: (1) оказание помощи развитию, преимущественно по правительственным каналам, и (2) либерализация импорта товаров из развивающихся стран. По его мнению, именно Япония оказывает эффективную помощь развитию в строгой последовательности.

На первом этапе помощь осуществляется в форме прямых инвестиций в первичные отрасли; затем инвестиции направляются в производственную инфраструктуру. На следующем этапе предоставляются кредиты, затем — технологии, соответствующие уровню развития, и, наконец, осуществляется передача опыта управления. Убедившись, что национальные предприятия набрали силу и способны конкурировать на мировом рынке, японские предприниматели меняют сферу приложения капитала.

11.2. Глобальные концепции развития

11.2.1. Концепции перестройки международного разделения труда

С начала 1960-х гг. сохранившееся колониальное разделение труда перестало соответствовать задачам ускоренного роста развивающихся стран и утратило свое экономическое значение для развитых государств. В условиях транспортной революции появилась возможность более эффективно использовать избыточные факторы производства и сравнительные преимущества развивающихся стран, а именно дешевую рабочую силу и сырье, включая энергоносители. Предполагалось добиться повышения нормы прибыли за счет переброски предприятий

по сборке машин, аппаратуры и других, а также экологически дорогостоящих из развитых в развивающиеся страны с целью вывоза оттуда готовой продукции на рынки развитых стран. Речь шла о перестройке международного разделения труда и отведении в нем новой роли развивающимся странам.

Эти идеи получили разработку в многочисленных исследованиях западных экономистов. В обобщенном виде их можно рассматривать как концепцию ориентации на внешние связи на основе **партнерства**. Ее цели можно изложить в следующем виде: (1) передать развивающимся странам производство простых изделий, а также отрасли, в которых они имеют сравнительные преимущества (переработку сырья); (2) использовать дешевую рабочую силу для изготовления изделий, которые не имеют естественных преимуществ; (3) использовать эти страны как звенья конвейера международного промышленного производства и подготовить их рынки для поглощения современных товаров и товаров завтрашнего дня; (4) осуществлять в этих странах строительство промышленных предприятий, которые нежелательны и даже невозможны в развитых странах.

Концепция перестройки международного разделения труда, приспособления его к новым потребностям развитых стран вобрала в себя воззрения известных специалистов в области мировой экономики, которые были изложены в монографических исследованиях и докладах, опубликованных в 1960-1970-х гг. В этих работах содержится развернутый анализ стратегий развития — импортозамещающей и экспортноориентированной индустриализации.

Известный американский экономист *Б. Баласса* пришел к выводу о невыгодности строительства во многих небольших по населению либо по размеру странах целого ряда промышленных отраслей, ориентированных на внутренний рынок, из-за невозможности использования экономии за счет масштабов производства. По его мнению, ориентация на внутренний рынок дает возможность создать многие отрасли промышленности, но эти отрасли используют, как правило, отсталую технологию, производят продукцию низкого качества и не достигают уровня межотраслевой специализации.

Б. Баласса пришел к выводу, что наиболее перспективным направлением экономической политики развивающихся стран является сочетание стимулирования экспорта и импортозамещения при ведущей роли экспорта. Он видит перспективу в развитии, ориентированном на внешние связи, в скорейшем включении малых стран в конвейер международного разделения труда. *Б. Баласса* провел несколько исследований (на примере определенных групп развивающихся стран) зависимости темпов экономического роста от экспорта и импорта. Результаты его исследований показали, что экспорт в значительной степени способствовал повышению темпов экономического роста, производительности труда.

Экспорт благоприятно воздействует на размещение ресурсов, использование производственных мощностей, масштабы производства и изменение технологии. Увеличение квоты страны на рынках ее экспортных товаров оказывает положительное воздействие на темпы экономического роста, тогда как издержки импортозамещения при узких внутренних рынках возрастают. Исследование показало, что политика импортозамещения при слабом росте экспорта и чрезмерном расширении внешних заимствований вызывает колоссальный рост отношения пла-

тежей по долговым обязательствам к экспортным поступлениям, т. е. нормы обслуживания долга (НОД).

Проанализировав экономику 43 стран, *Б. Баласса* пришел к выводу, что торговая ориентация (вовне или вовнутрь) влияла на темпы экономического роста во всех странах. Особенно велико значение торговой ориентации в начальный период, а также расширение экспорта в ответ на внешние шоки. В целом темпы роста ВВП развивающихся стран в 1973-1978 гг. были тем выше, чем выше была степень их ориентации на внешние факторы в начале периода и чем большее место занимало расширение экспорта в мерах экономической политики, принятых в ответ на внешние экономические потрясения.

Француз *Г. деЛашарьер* рекомендовал открыть рынки развитых стран для промышленной продукции из стран Азии, Африки и Латинской Америки. Известный шведский экономист *Г. Мюрдаль* в рамках всемирной программы борьбы с нищетой настаивал на том, что развитые страны должны найти средства фактического поощрения импорта из менее развитых стран, ибо сохранение колониального разделения труда угрожает социальным взрывом. Американец *Д. Пау* предложил стратегию замещения экспорта сырья промышленными товарами, так как этот тип роста влечет за собой диверсификацию производства промышленных товаров и их проникновение на внешние рынки.

Известный голландский экономист *Ян Тинберген* предложил изменить международное разделение труда в духе теории факторов производства Хекшера-Олина, полагая, что настало время для коллективного перераспределения отраслей экономики между странами, приведения их в соответствие с наличными и потенциальными факторами производства. Эта всеобщая ревизия должна привести к сокращению и ликвидации одних отраслей и, наоборот, к расширению или созданию других отраслей во всех странах. Развитые страны могли бы отказаться от производства многих относительно простых товаров, открыть рынки для развивающихся стран и сосредоточиться на экспорте более сложных товаров. По мнению Тинбергена, перестройкой международного разделения труда должны активно заняться ТНК, имеющие филиалы в развитых и развивающихся странах.

Активное участие в разработке нового международного разделения труда приняли и другие широко известные экономисты и общественно-политические деятели, в том числе и в рамках Римского клуба. Римскому клубу были представлены доклады, в которых выражалась озабоченность по поводу ухудшающейся ситуации в развивающемся мире, увеличивающегося разрыва между ними и развитыми государствами и предлагались мероприятия, направленные на изменение положения.

В частности, авторы доклада *Ы. Месароеич* и *Е. Пестель* рассматривали экономический разрыв между двумя группами стран как одну из причин кризиса человечества, а его ликвидацию — как вопрос выживания мира.

Для сокращения экономического разрыва между двумя группами стран ими были выдвинуты конкретные предложения по развитию индустриализации, перераспределению доходов и международному финансированию развития; по производству и распределению продовольствия, энергетических и минеральных ресурсов и др.

Француз *М. Гернье* призывал к новому мировому порядку на базе отношений между региональными сообществами. По его мнению, развитие возможно только

в рамках больших региональных экономических сообществ, внутри которых должен быть установлен свободный обмен, а между сообществами — сотрудничество на базе договорных соглашений. Сообщества позволят создать большой внутренний рынок, обеспечат таможенную защиту от внешней конкуренции, создадут условия для решения проблемы продовольственного самообеспечения и ресурсоиспользования.

В докладе группы экспертов ООН под руководством известного американского экономиста *В. Леонтьева* обращается особое внимание на устойчивые темпы экономического роста «третьего мира», необходимые для сокращения разрыва. По мнению авторов, нужно соединение коренных внутренних изменений социального, политического, институционального характера в развивающихся странах и значительных перемен в мировом экономическом порядке. В целях снижения дефицита платежных балансов развивающихся стран предлагалось сократить импорт продукции тяжелой индустрии за счет расширения собственного производства и взаимного экономического сотрудничества.

Большое внимание привлек к себе доклад комиссии Всемирного банка под руководством *В. Брандта*. Программа выживания Юга концептуально построена на идее усиления взаимозависимости, общности интересов и взаимной ответственности развитого Севера и развивающегося Юга. Исследовав систему внешнего финансирования развивающихся стран, комиссия *В. Брандта* с тревогой отметила, что к концу 1970-х гг. более двух третей средств направлялось в эти страны на коммерческих условиях, что крайне осложнило проблему внешней задолженности и создало угрозу самому развитию. По существу, комиссия признала, что в развивающихся странах сложилась долговая модель развития, поддерживаемая преимущественно заемными ресурсами на коммерческих условиях.

11.2.2. Международная стратегия развития ООН

Первое Десятилетие развития. С 1960-х гг. в рамках Организации Объединенных Наций (ООН) начала формироваться международная концепция и система оказания содействия развивающимся странам. Условия, объемы, механизмы оказания помощи разрабатываются в рамках Международных стратегий развития (МСР) ООН. Первым Десятилетием развития были объявлены 1960-е гг. К реализации программы Десятилетия развития были привлечены Всемирный банк и другие финансовые институты. Предлагалось также увеличить фонд технической помощи ООН, использовать излишки продовольствия в целях развития, усилить прединвестиционную деятельность Специального фонда ООН, наладить передачу научных и технических знаний, проводить консультации по экономическим проблемам. Всем развивающимся странам — членам ООН рекомендовалось обеспечить более быстрый самостоятельный рост экономики и социального прогресса, при этом каждая развивающаяся страна сама должна определить стратегию своего развития, ставя целью достижение прироста ВВП на 5 % в год.

Второе Десятилетие развития. Для разработки стратегии развития на 1970-е гг. было образовано несколько комиссий, результаты исследований которых послужили основой для выработки рекомендаций ООН на следующее десятилетие. Наиболее значительными из них были доклад комиссии Всемирного банка во главе с *Л. Пирсоном* и Комитета по планированию развития во главе с *Яном Тинбергеном*.

Эксперты признали действующую систему помощи несовершенной. В связи с этим предлагалось передать группе Всемирного банка, подчинив ей региональные банки развития, контроль над реализацией политики помощи.

При предоставлении помощи следовало учитывать показатели развития страны, оценку которых должен осуществлять Всемирный банк. Фактически Банк взял на себя основные функции по координации политики капиталовложений и помощи Западу развивающимся странам и был наделен полномочиями в области определения экономической политики развивающихся стран. С этой целью он направляет экономические миссии для изучения и анализа экономической ситуации в странах-реципиентах, целей и перспектив экономического развития, народнохозяйственных планов, оценки финансовых потребностей, определения приоритетов и т.д.

Эксперты обеих комиссий предложили довести объем финансовой помощи развивающимся странам до 1 % ВВП развитых стран к 1975 г., в том числе объем государственной помощи до 0,7-0,75 % ВВП; предлагалось также увеличить финансирование по линии Международной ассоциации развития (МАР), подняв взносы стран-членов до 1,5 млрд долл. к 1975 г. Странам-реципиентам настоятельно рекомендовалось приложить усилия для мобилизации собственных ресурсов, в том числе и за счет увеличения налогов на большие доходы и крупную собственность. Им рекомендовалось произвести изменения в социально-экономических структурах, уделив особое внимание индустриализации.

Центральное место в рекомендациях экспертов заняло предоставление развивающимся странам возможностей для расширения экспорта товаров. С этой целью развитым странам предлагалось принять меры для расширения закупок товаров из развивающихся стран, ликвидировать пошлины и налоги на эти товары, ввести односторонние преференции на импорт готовых изделий и полуфабрикатов из развивающихся стран. Большие надежды возлагались на расширение взаимной торговли развивающихся стран в рамках интеграционных объединений.

Позицию развивающихся стран по вопросам развития наиболее полно сформулировал Генеральный секретарь Конференции ООН по торговле и развитию (ЮНКТАД) *Р. Пребиш*. Содержание его рекомендаций сводилось к оказанию эффективной финансовой, технологической и иной помощи развивающимся странам в их переходе к экспортноориентированной модели развития. С этой целью «промышленным центрам» надлежит в течение 5 лет довести помощь «периферийным центрам» до 1 % ВВП, в том числе государственную помощь — до 0,75 % ВВП, и помощь должна быть увязана с народнохозяйственными планами принимающих стран.

Согласно концепции *Р. Пребиша*, внешняя помощь должна способствовать мобилизации внутренних источников накопления, а в дальнейшем вообще необходимо отказаться от внешних займов и кредитов. По его расчетам, при сохранении объема и условий займов на прежнем уровне бремя погашения долгов увеличится настолько, что новые займы уже к 1970 г. станут невыгодными и будут расходоваться исключительно на покрытие старых долгов. Развитым странам надлежит способствовать расширению производства полуфабрикатов, готовых изделий и продовольствия в развивающихся странах; осуществлять меры по рас-

ширению потребления сырьевых и переработанных товаров из развивающихся стран, оказывать помощь в диверсификации их экспорта.

В Международной стратегии развития (МСР) ООН на 1970-е гг. нашли отражение все основные рекомендации экспертов. В принятом документе подчеркивалось, что главную ответственность за свое развитие несут сами развивающиеся страны. Однако одних их усилий недостаточно для достижения необходимых целей развития, поэтому нужна помощь в виде притока финансовых ресурсов и более благоприятной экономической и торговой политики со стороны развитых стран. Были указаны количественные среднегодовые показатели роста. По ВВП рост был определен в 6 %, на душу населения — 3,5 %, по сельскохозяйственной продукции — 4 %, по промышленному производству — 8 %, по экспорту и импорту товаров — 7 %, капиталовложения должны увеличиваться на 0,5 % в год и составить к концу десятилетия 20 %; расходы на НИОКР — 0,5 % ВВП.

Третье Десятилетие развития. МСР ООН на 1980-е гг. определила основные показатели развития: среднегодовые темпы роста ВВП должны составить 7 %, на душу населения — 4,5 %; расширение экспорта и импорта — 7,5-8 % годовых; объем валовых капиталовложений — 28 % ВВП; среднегодовые темпы роста сельскохозяйственного производства — 4 %, промышленного — 9 %. При этом подчеркивалось, что каждая страна определит свое целевое задание с учетом конкретных обстоятельств. В стратегии признавалось, что для реализации поставленных целей потребуются значительное увеличение притока финансовых ресурсов в развивающиеся страны в реальном выражении, в частности расширение официальной помощи развитию. Указывалось, что международные финансовые потоки по линии государственной помощи должны быть приведены в соответствие с потребностями развивающихся стран в том, что касается объема, состава, качества и форм предоставления и распределения средств.

Согласно МСР на 1980-е гг., все развитые страны должны довести к 1985 г. объем официальной помощи развитию (ОПР) до 0,7 % ВВП. В отношении государственных экспортных кредитов предлагалось расширить их предоставление в соответствии с потребностями развивающихся стран, улучшить гарантийные сроки и другие условия кредитования. В Стратегии также указывалось, что важным источником финансирования в целях развития в 1980-е гг. будут финансовые средства, мобилизованные на международных финансовых рынках. В связи с этим предлагалось использовать новые подходы: совместное финансирование с частным сектором; предоставление многосторонних или двусторонних гарантий в отношении займов, получаемых на международных финансовых рынках с учетом возможностей процентного субсидирования; привлечение прямых частных капиталовложений, отвечающих первоочередным национальным задачам.

С целью облегчения финансового бремени развивающихся стран МВФ и другим международным финансовым учреждениям предлагалось разработать критерии определения долговой нагрузки при получении ими помощи для выравнивания платежных балансов. При этом условия, на которых МВФ осуществляет финансирование, должны периодически пересматриваться в соответствии с потребностями принимающих стран. МВФ должен принимать во внимание причины возникновения дефицита, в случае необходимости продлевать сроки выплат, обеспечивать соответствующий уровень помощи и его увеличение.

Четвертое Десятилетие развития. В МСР на 1990-е гг. было признано, что внешняя задолженность стала одним из основных факторов застоя в экономике развивающихся стран. Во время кризиса 1982 г. происходил чистый отток финансовых ресурсов из стран-должников, потенциал обслуживания долга все более ослаблялся по мере повышения процентных ставок и ухудшения условий торговли, и они лишились средств, столь необходимых для развития. Подчеркивалось, что сокращение бремени платежей является важным условием преодоления негативных тенденций в области потоков внешних ресурсов в развивающиеся страны. В связи с этим предлагалось реализовать в широком масштабе инициативы и меры, направленные на сокращение объема задолженности и платежей в счет обслуживания долга.

В Стратегии впервые были определены основные направления системно-структурных преобразований в развивающихся странах; обращалось внимание на неэффективность государственных предприятий и широкие возможности для увеличения вклада частных предприятий в динамичный процесс индустриализации. Подчеркивалось, что проведение политики, чрезмерно ориентированной на замещение импорта, при одновременном сохранении протекционистских барьеров приводит к высокому уровню издержек и неэффективности. Одним из средств преодоления этих недостатков является производство промышленной продукции на экспорт, особенно в тех странах, где возможности расширения экспорта сельскохозяйственной продукции ограничены.

Подчеркивалось, что экспорт промышленной продукции позволяет не отстать от технического прогресса и обеспечивает более тесную интеграцию с мировыми рынками, поскольку экспорт требует достижения соответствующего уровня эффективности и конкурентоспособности. В многолетнем исследовании Центра развития ОЭСР критика развития, ориентированного на внутренний рынок, подкреплена фактическими данными по ряду стран, подтверждающих чрезмерное использование ими импортных ограничений, завышенных валютных курсов, высоких прибылей в промышленности в ущерб сельскому хозяйству. Отдавая приоритет развитию с ориентацией на внешние рынки, авторы рекомендуют в соответствии с доктриной Хекшера-Олина сосредоточиться на трудоемких отраслях промышленности.

В Стратегии развития до 2000 г. признается необходимость значительного увеличения притока финансовых средств из всех основных источников. А именно: по каналам официальной двусторонней помощи, коммерческих банковских кредитов, прямых частных инвестиций и многосторонних ресурсов финансовых учреждений. В целом такое увеличение должно быть достаточным для обеспечения потребностей в финансовых средствах в целях развития в 1990-е гг. Было признано, что уровень официальной помощи развитию в 1980-е гг. в среднем составлял лишь половину согласованного показателя в размере 0,7 % ВВП.

Вместе с тем большое значение имеет возобновление коммерческого банковского кредитования как для решения проблемы задолженности, так и для удовлетворения потребностей развивающихся стран, особенно тех, которые не являются значительными получателями льготной помощи; а также увеличение притока прямых иностранных инвестиций. Важную роль в финансировании развития должны сыграть и многосторонние финансовые учреждения, ресурсы

которых необходимо наращивать, ибо темпы роста их ресурсов отставали от темпов роста мировой экономики и особенно от темпов роста международных рынков капитала. Чистая величина кредитов Всемирного банка и региональных банков развития, предоставленных **значительному** числу развивающихся стран, как отмечалось в документе ООН, к концу 1980-х гг. была ничтожной или отрицательной.

В ряду международных концепций развития особое место занимает *программа нового международного экономического порядка* (НМЭП). В принятой ООН в 1974 г. программе НМЭП развитым странам предлагается облегчить расширение и диверсификацию импорта из развивающихся стран и не делать новых инвестиций в производство синтетических материалов и заменителей, если импорт природных материалов удовлетворяет потребности рынка. В области индустриализации программа НМЭП нацелена на существенное расширение экспорта промышленных товаров и сокращение их импорта.

Предлагается расширить финансирование промышленных проектов в рамках официальной помощи развитию, поощрять частное финансирование промышленного производства, особенно ориентированного на экспорт; передавать технологии, соответствующие условиям и потребностям развивающихся стран, оказывать им помощь в создании национальной технологии. В программе НМЭП проблема внешней задолженности заняла важное место. В ней содержалось требование о пересмотре внешней задолженности по каждому конкретному случаю с целью заключения соглашений об аннулировании долгов, о моратории, об изменении сроков выплат или субсидировании процентов. Предлагалось принятие срочных мер для смягчения неблагоприятных последствий для текущего и будущего развития, возникающих как следствие бремени внешней задолженности развивающихся стран.

11.3. Международное финансирование развивающихся стран и государств с переходной экономикой

11.3.1. Эволюция официального и частного финансирования

Международное финансирование представляет собой совокупность финансовых ресурсов, поступающих в развивающиеся, а позднее — и в страны с переходной экономикой из официальных и частных источников. Официальные средства поступают на концессионных (льготных) условиях с грант-элементом и на неконцессионных условиях, на двусторонней основе от иностранных государств и на многосторонней основе от международных и региональных организаций. Кроме финансового содействия официальные доноры предоставляют гуманитарную (прежде всего продовольственную), а также техническую и консультативную помощь в проведении институционально-структурных преобразований.

Официальные ресурсы, как иностранные, так и международные, формируются в основном из бюджетных средств развитых стран. Официальное финансирование включает, во-первых, двустороннюю и многостороннюю *официальную помощь развитию* (ОПР) с грант-элементом не менее 25 %, имеющую своей главной целью стимулирование экономического развития и повышение благосостояния населе-

ния Принимающих стран; во-вторых, *другие официальные средства на цели развития*, не отвечающие критериям ОПР, включая списание и реструктуризацию внешних долгов; в-третьих, *кредиты официальных экспортных агентств*.

Другая часть финансовых ресурсов поступает в развивающиеся страны от частных иностранных инвесторов/кредиторов из собственных или из заемных средств. Иностранный частный капитал поступает в принимающие страны в кредитных и не кредитных формах. Не образуют долговых обязательств стран-реципиентов перед иностранными инвесторами прямые инвестиции и портфельные инвестиции в акционерный капитал. Образуют долговые обязательства стран-дебиторов полученные от нерезидентов банковские кредиты и приобретенные ими долговые ценные бумаги, в том числе и эмитированные на внутреннем рынке страны-заемщика. Некоторая часть задолженности по частным кредитам при поддержке официальных кредиторов списывается или переоформляется на концессионных условиях.

Финансирование принимающих стран осуществляется в рыночных (торгуемых) и нерыночных финансовых средствах. К нерыночным средствам относятся международные официальные ресурсы, а также прямые иностранные инвестиции. К рыночным финансам относятся торгуемые на международных финансовых рынках банковские финансовые инструменты, долговые ценные бумаги, акции, производные инструменты (деривативы).

Соотношение между официальным и частным финансированием развивающихся стран на протяжении послевоенного периода менялось (табл. 11.1). В первые послевоенные десятилетия в притоке международных ресурсов в отсталые страны преобладали официальные средства со значительной долей безвозвратных субсидий или грантов. Содействие западных кредиторов/доноров слаборазвитым странам рассматривалось в качестве фактора, позволяющего в **дальнейшем** обеспечить самоподдерживающийся экономический рост с привлечением иностранного частного капитала, допускающее обращение к официальным источникам финансирования в чрезвычайных обстоятельствах.

В начале 1960-х гг. в структуре внешнего финансирования в объеме 34,8 млрд долл. официальные ресурсы составили 24,0 млрд долл., в том числе двусторонняя помощь в форме правительственных кредитов и субсидий развитых стран — 18,8 млрд долл.; многосторонняя помощь, предоставленная МВФ и Всемирным банком, — 0,7 млрд долл. В составе частного финансирования (10,8 млрд долл.) преобладали прямые иностранные инвестиции (6,6 млрд долл.), частные банковские и фирменные кредиты — по 2,0 млрд долл.

За 1961-1972 гг. объем официального финансирования увеличился на 25 %, частного — в 2,3 раза. Наибольший прирост отмечен в банковском кредитовании (в 4,3 раза), заимствования на рынке долговых ценных бумаг составили 1 млрд долл. С 1973 г. многие развивающиеся страны расширили заимствования на международном рынке банковского кредитования и на рынке долговых ценных бумаг. Увеличился приток и прямых инвестиций в связи с переносом ТНК отдельных видов производств (экологически грязных, трудо-, **энерго-** и ресурсоемких) из развитых стран на периферию. За 1973-1982 гг. приток частного капитала в развивающиеся страны составил 16,3 млрд долл. в год.

Таблица 11.1
Международное финансирование развивающихся стран в 1961 и 1972 гг. (в %у

Виды финансирования	1961 г.	1972 г.
Помощь	56	47
• двусторонняя	54	37
• многосторонняя	2	10
Другие официальные потоки	13	9
Частный капитал	31	44
• прямые инвестиции	19	17
• банки	6	16
• фонды	0	2
• экспортные кредиты	6	9
Всего (%)	100	100
Всего (млрд долл.) в ценах 1983 г.	34,8	53,6

В 1980-е гг. выход кризисных стран на международные рынки ценных бумаг был практически закрыт, банковские кредиты резко подорожали, доля частного финансирования в 1983-1989 гг. составила 44 %. По линии официального финансирования в 1983-1989 гг. развивающиеся страны ежегодно получали в среднем 26,2 млрд долл., в том числе от МВФ 4,7 млрд долл. За 1983-1989 гг. чистый приток средств в развивающиеся страны от официальных кредиторов превысил приток частного капитала на $\frac{1}{4}$, его доля в общем финансировании составила 56 %.

В 1990-2000 гг. наблюдался мощный нарастающий чистый приток частного капитала в развивающиеся страны, который в среднегодовом исчислении в первой половине десятилетия составил 112,7 млрд долл., во второй — 178,0 млрд долл. В 1990-1994 гг. преобладали портфельные инвестиции, в 1995-2000 гг. среднегодовой приток портфельных инвестиций сократился в 2 раза, прямых — возрос в 3 раза; по банковским кредитам и другим поступлениям наблюдался чистый отток в размере 21 млрд долл. в год. Основная часть прямых инвестиций поступила в азиатские страны — 42,3 %; доля латиноамериканского региона составила 35,3 %; за 1995-2000 гг. приток ПИИ в Африку возрос в 3,6 раза и достиг 8,0 млрд долл. (табл. 11.2).

В совокупном притоке за 1990-2000 гг. доля официальных средств в финансировании принимающих стран упала до 17 %. В Африке она составила 52 %, в Латинской Америке — 21 %, в кризисных азиатских странах — 19 %, других азиатских странах — менее 3 %, в странах с переходной экономикой — около 14 %. В связи с валютно-финансовым кризисом значимость официальных ресурсов несколько

возросла, и во второй половине 1990-х гг. их приток увеличился на 2,4 млрд долл. в среднегодовом исчислении. Основным получателем официального кредитования в 1990-е гг. оставался латиноамериканский регион, доля которого в общей сумме полученных официальных средств за 1990-2000 гг. составила 47,5 % (табл. 11.3).

Таблица 11.2
Чистый среднегодовой приток капитала
в страны развивающиеся и с переходной экономикой в 1983-2000 гг.¹

Чистый приток капитала	Среднегодовые данные, млрд долл.		
	1983-1989 гг.	1990-1994 гг.	1995-2000 гг.
<i>Развивающиеся страны</i>			
Частный капитал, всего	21,1	112,7	178,0
* ПИИ	11,1	45,1	134,1
• Портфельные	4,2	60,2	30,4
Официальный капитал	26,2	24,0	26,4
<i>Страны с переходной экономикой</i>			
Частный капитал, всего	-4,5	7,5	22,4
• ПИИ	-0,2	3,6	17,6
• Портфельные	0,0	5,4	7,8
Официальный капитал	1,5	-6,8	5,1

В 1997-1998 гг. треть от общей суммы официального кредитования получили кризисные азиатские страны. В конце 1997 г. МВФ утвердил крупнейшую в своей истории программу финансовой помощи кризисным азиатским странам. МВФ предоставил 36,1 млрд долл., Всемирный банк и Азиатский банк развития — 26,7 млрд долл., иностранные государства на двусторонней основе — 54,9 млрд долл. Помощь была предоставлена незамедлительно, первые транши МВФ в размере 19,2 млрд долл. поступили в Южную Корею в декабре 1997 г. Всего к середине 1998 г. кризисные страны получили 117,7 млрд долл., в том числе Южная Корея — 58,2 млрд долл., Индонезия — 42,3 млрд долл., Таиланд — 17,2 млрд долл.

За 1990-2000 гг. чистый объем внешнего финансирования стран с переходной экономикой в совокупности составил около 200 млрд долл. Доля официальных средств не достигла 14 %, среднегодовой приток равнялся 2,5 млрд долл. В частном финансировании преобладали прямые инвестиции — 72 %; приток портфельных инвестиций достиг максимума в 1994 г. — 17,3 млрд долл., чистый отток в 1999 г. составил 7,1 млрд долл., в 2000 г. приток возобновился (8,3 млрд долл.).

¹ Источник: IMF. International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues. - Wash., November 1997. - P. 239.

¹ Источник: IMF. World Economic Outlook. - Wash., October 1997. — P. 29; October 2000. - P. 65-66.

Чистый приток (а питал а в страны развивающиеся и с переходной экономикой по регионам в 1990-2000 гг.

Чистый приток капитала	Регионы (годы, млрд долл.)										
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Всего	64,5	1623	1313	1773	147,1	227,1	226,7	1673	1213	1223	83,3
Частный	45,7	139,8	106,9	128,6	142,3	211,4	224,7	115,2	66,2	67,4	36,4
• ПИИ	18,8	32,1	35,7	57,9	81,0	95,8	119,5	141,3	151,6	154,6	141,9
• Портфельные	17,0	39,7	62,7	76,8	105,0	41,4	79,6	39,4	0,3	4,8	17,3
Официальный	18,8	22,5	25,0	48,7	4,8	15,7	2,0	52,7	55,3	13,0	19,9
<i>Африка</i>											
Частный	2,9	5,5	-1,7	И	7,5	7,9	7,8	12,1	6,8	10,3	9,0
• ПИИ	1,4	2,4	1,0	2,2	2,5	2,2	4,7	8,2	6,6	9,0	8,0
Официальный	4,4	5,9	9,0	6,1	7,8	8,9	3,2	2,1	6,0	3,8	0,9
<i>Азия (кризисные страны: Индонезия, Корея, Малайзия, Таиланд, Филиппины)</i>											
Частный	н. д.	н. д.	21,4	22,5	33,6	53,9	67,4	-15,8	-28,2	2,9	-22,4
• ПИИ	н. д.	н. д.	6,3	6,7	6,5	8,8	9,8	9,8	10,3	13,1	9,1
Официальный	н. д.	н. д.	2,1	1,4	0,6	0,7	-6,1	15,7	19,5	-6,7	5,0
<i>Азия (другие страны)</i>											
Частный	21,4	37,7	-7,4	20,8	36,0	38,3	52,6	22,3	-12,5	-0,6	4,6
«ПИИ	9,5	15,2	8,4	26,3	38,2	39,3	44,4	45,3	49,6	41,1	38,4
Официальный	5,6	10,7	8,9	8,1	2,0	-3,8	-7,6	-8,3	-1,1	-0,1	-8,1

<i>Латинская Америка</i>											
Частный	10,3	24,9	53,4	35,5	39,9	46,0	64,0	67,6	61,7	40,4	47,5
• ПИИ	6,6	10,9	13,9	13,4	23,1	25,0	39,4	53,4	56,5	65,3	56,6
Официальный	8,3	3,2	3,4	29,9	7,3	13,3	5,3	15,5	16,0	10,6	19,5
<i>Страны с переходной экономикой</i>											
Всего	10,8	-0,1	7,6	21,1	-5,1	45,2	23,9	32,4	34,9	13,2	15,5
Частный	4,2	-1,6	4,6	21,9	8,6	51,1	19,3	6,2	28,4	13,4	16,0
• ПИИ	0,0	2,4	4,2	6,0	5,3	13,0	12,8	17,2	20,3	20,7	21,7
• Портфельные	-	0,8	0,1	8,7	17,3	14,6	14,7	10,6	6,0	-7,1	8,3
Официальный	6,6	1,5	3,0	-0,8	-13,7	-5,9	4,6	26,2	6,5	-0,2	-0,5

11.3.2. Институциональная система, структура, объем официального финансирования развития

Официальное финансирование развивающихся стран, а также стран с переходной экономикой осуществляется на двусторонней основе, напрямую от кредиторов/доноров принимающим странам, а также через многосторонние международные кредитные организации. В систему официального финансирования входят два потока: один направляется на цели развития, другой — на стимулирование взаимной торговли стран-кредиторов и реципиентов посредством предоставления официальных экспортных кредитов.

В официальное финансирование развития (ОФР, *Official development finance* — *ODF*) входят все официальные потоки в целях развития, поступающие в принимающие страны на двусторонней и многосторонней основе. По условиям предоставления они подразделяются на:

- * «официальную помощь развитию» (ОПР, *Official development assistance* — *ODA*);
- «другие официальные потоки в целях развития» (*other Official development finance* — *other ODF*),

В официальную помощь развитию (ОПР) включаются официальные потоки, отвечающие определенным требованиям. Их основной целью является содействие экономическому развитию и благосостоянию принимающих стран; и они содержат грант-элемент, т. е. безвозвратные средства, в размере не менее 25 %. В «другие официальные потоки в целях развития» включаются официальные потоки, тоже ориентированные на развитие, но которые не могут рассматриваться в качестве официальной помощи развитию. В частности, в таких средствах со стороны иностранных государств преобладает рефинансирование займов и капитализация процентов по соглашениям со странами — членами Парижского клуба о реструктуризации долгов стран-заемщиков,

Официально поддержанные экспортные кредиты (*officially supported export credits*) предоставляются на двусторонней основе и не включаются в потоки, ориентированные на развитие, поскольку они прежде всего способствуют расширению поставок товаров стран-кредиторов в принимающие страны. Экспортные кредиты с официальной страховкой и гарантией предоставляются странами — членами Международного союза страховщиков кредитов и инвестиций (Бернского союза).

Двустороннее официальное финансирование предоставляется развитыми странами, входящими в Комитет помощи развитию (ДАК, *Development Assistance Committee* — *DAC*), а также другими развитыми и некоторыми развивающимися странами, преимущественно членами ОПЕК. Двустороннее финансирование осуществляется посредством предоставления (1) официальной помощи развитию, (2) других официальных потоков на цели развития, основу которых составляет реструктуризация долгов принимающих стран, (3) официальной поддержки кредитования экспорта.

Многостороннее финансирование осуществляется в виде официальной помощи развитию и других ресурсов на цели развития. Оно предоставляется международными и региональными организациями, которые финансируются в основ-

ном теми же странами-донорами. В официальном финансировании развития участвуют многосторонние институты, в том числе:

- * МВФ;
- Группа Всемирного банка, в том числе Международный банк реконструкции и развития (МБРР), Международная ассоциация развития (МАР), Международная финансовая корпорация (МФК);
- * региональные банки (Африканский банк, Африканский фонд развития, Азиатский банк развития, Межамериканский банк развития, Европейский банк реконструкции и развития);
- европейские институты, включая Европейский инвестиционный банк (ЕИБ) и Европейский фонд развития (ЕФР).

Совокупный объем чистого официального финансирования развития за 1990-1999 гг. составил 785 млрд долл., или более $\frac{1}{3}$ совокупного чистого притока капитала, включая частный. В совокупном объеме официальных ресурсов доля двустороннего финансирования развития составила 72 %, многостороннего — 28 %; официальная помощь развитию — 70 %, причем в двусторонних потоках она была выше среднего уровня (78 %), в многосторонних потоках — ниже среднего уровня (59,0 %) (табл. 11.4).

В 1999 г. чистые официальные финансовые потоки распределялись следующим образом между кредиторами/донорами: страны — члены Комитета помощи развитию (ДАК) предоставили международным организациям по линии официальной помощи развитию 19 млрд долл.; развивающимся и переходным странам — 65 млрд долл., в том числе в качестве ОПР — 43 млрд долл.; другие официальные ресурсы составили 22 млрд долл. Международные организации предоставили принимающим странам 37 млрд долл., в том числе в качестве ОПР — 15 млрд долл. Развивающиеся страны, в основном экспортеры нефти, предоставили другим развивающимся странам 0,4 млрд долл., а всего за 1990-1999 гг. — 15,2 млрд долл.

По странам-реципиентам потоки распределились следующим образом в 1999 г.: развивающиеся страны получили 85,4 млрд долл., из которых официальная помощь развитию составила 60,2 %. Основными получателями официальных средств были наименее развитые страны с низким доходом и с доходом ниже среднего уровня; страны с доходом высоким и выше среднего уровня получили всего 4,5 % от общей суммы ОФР.

За 1993-1999 гг. странам с переходной экономикой было предоставлено в совокупности официальных средств на цели развития 96,4 млрд долл., в том числе на условиях официальной помощи развитию — 40,2 млрд долл. (42 %). В 1999 г. они получили 17 млрд долл., из которых более половины составила ОПР; основными донорами были иностранные государства — 12 млрд долл., от международных организаций было получено 5 млрд долл.

11.3.3. Официальная помощь развитию стран — членов ДАК

За 1990-1999 гг. чистая официальная помощь развитию стран — членов Комитета помощи развитию (ДАК) составила 557,3 млрд долл. В ее составе преобладала помощь, предоставляемая напрямую реципиентам (двусторонняя), — 41 %,

Таблица 11.4
Чистое официальное финансирование развития в 1990-1999 гг.¹

Чистый приток капитала	Годы, млрд долл.										
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1990- 1999
Всего	122,8	118,3	130,8	165,7	225,5	265,1	353,7	321,4	230,8	248,0	2182,1
В том числе											
ОФР²	69,3	69,3	69,9	82,4	84,4	87,5	73,5	75,2	88,3	84,9	784,7
« ОФР ³	52,6	58,3	57,9	55,5	59,6	59,0	55,8	47,7	49,6	51,3	547,5
• другие	16,7	11,1	10,9	26,9	24,8	28,5	17,7	27,5	38,7	33,6	236,4
Двусторонние	45,7	46,7	47,8	56,0	59,0	61,7	48,8	42,3	52,4	53,0	513,4
« ОФР	39,2	42,3	40,4	39,4	41,3	40,6	39,1	32,4	35,1	37,9	387,7
• другие	6,5	4,4	7,4	16,6	17,7	21,1	9,7	9,9	17,3	15,1	125,7
Многосторонние	23,6	22,9	21,0	26,4	25,4	25,8	24,7	32,9	35,9	31,9	270,5
• ОФР	13,4	16,2	17,5	16,1	18,3	18,4	16,7	15,3	14,5	13,4	159,8
• другие	10,2	6,7	3,5	10,3	7,1	7,4	8,0	17,6	21,4	18,5	110,7
ОФР других развивающихся стран	6,0	2,6	1,1	1,3	1,0	0,8	0,8	0,6	0,6	0,4	15,2

¹ Источник: IMF. Official Financing for Developing Countries. — Wash., February 1998. — P. 7, 8; 2001. — P. 6, 8.

² ОФР — официальное финансирование развития.

³ ОФР — официальная помощь развитию.

кроме того за этот период они передали международным организациям на условиях ОПР около 20 %. В структуре двусторонней помощи развитию были отмечены положительные изменения. Они заключались в том, что, во-первых, помощь, не связанная с поставками товаров и услуг, возросла с 55 % в 1993 г. до 84 % в 1999 г. Это значит, что страны-реципиенты могли приобрести товары по более низким ценам мирового рынка. Во-вторых, значительная часть двусторонней официальной помощи развитию представляла собой безвозвратные субсидии (гранты), доля которых в 1993 г. составила 85 %, в 1999 г. — около 90 % (табл. 11.5).

Таблица 11.5
Чистая официальная помощь развитию стран —
членов Комитета помощи развитию в 1990-1999 гг. {млрд долл.}¹

Страны ДАК (ДАС)	Чистая ОПР										
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1990-1999
Всего	53,0	56,7	60,8	56,5	59,2	58,9	55,4	48,3	52,1	56,4	557,3
• Двусторонняя	н. д.	н. д.	н. д.	39,4	41,3	40,6	39,1	32,3	35,1	37,9	229,7
• Международ- ным организа- циям	н. д.	н. д.	н. д.	17,1	17,9	18,3	16,3	16,0	17,0	18,5	105,8
В том числе											
Великобритания	2,6	3,2	3,2	2,9	3,2	3,2	3,2	3,4	3,9	3,4	32,2
Германия	6,3	6,9	7,6	7,0	6,8	7,5	7,6	5,9	5,6	5,5	66,7
США	11,4	11,3	11,7	10,1	9,9	7,4	9,4	6,9	8,8	9,1	96,0
Франция	7,2	7,4	8,3	7,9	8,5	8,4	7,5	6,3	5,7	5,6	72,8
Япония	9,1	11,0	11,2	11,3	13,2	14,5	9,4	9,4	10,6	15,3	115,0
Всего в % ВВП	0,33	0,33	0,33	0,30	0,30	0,27	0,25	0,22	0,23	0,24	-

Основными донорами по объему предоставленных средств в 1990-е гг. были Япония (20,6 %), США (17,2 %), Франция (13,0 %), Германия (11,9 %), Великобритания (5,8 %). Однако по отношению к ВВП с превышением цели ООН (0,7 % ВВП) лидерами были Дания, Нидерланды, Швеция и Норвегия. По отношению объема предоставляемых средств на цели развития США занимают одно из последних мест - 0,10 % ВВП в 1999 г., Великобритания - 0,23 %, Германия - 0,26 %, Япония — 0,35 %, Франция — 0,39 % ВВП. Основными получателями официальной помощи развитию в 1990-е гг. были развивающиеся страны Азии (30-33 % от общей суммы); страны Африки к югу от Сахары — около 30 %. Страны

¹ Источник: IMF. Official Financing for Developing Countries. — Wash., 2001. — P. 9.

латиноамериканского региона получили в 1993-1994 гг. 9,4 % от общей суммы, в 1997-1999 гг. - 11,4 %.

По целевому назначению основная часть двусторонней официальной помощи развитию в 1999 г. направлялась в социальную и административную инфраструктуру (30 %), в том числе на образование — более 10 %. Доля расходов ОПР на экономическую инфраструктуру и на производство составила 25,3 %; на ослабление долговой нагрузки развивающихся стран — 7,4 %, на чрезвычайную помощь — 11,1 %, на административные расходы — 5,9 %.

На основе исследований Всемирного банка в области эффективности официальной помощи развитию можно сделать следующие выводы.

1. Финансовая помощь работает лучше в тех странах, где хорошее управление экономикой, определяемое макроэкономической стабилизацией, эффективностью законодательства, компетентностью чиновничества и отсутствием коррупции, способствует повышению темпов роста на душу населения.
2. Помощь в разработке концепций развития, в обучении и в предоставлении финансов может обеспечить поддержку национальным усилиям по проведению реформ. Однако опыт показывает, что преждевременная финансовая помощь может нанести определенный ущерб и отсрочить перестройку экономики в странах, еще не вступивших на путь экономических преобразований. В этом случае важнее оказать помощь в разработке идей, в перераспределении ресурсов, в институциональных преобразованиях.
3. При хорошей политике, повышающей уверенность в стабильности и снижении рисков, помощь помогает привлечь частные инвестиции; в противном случае помощь заменяет частные инвестиции.
4. Эффективность официальной помощи развитию повышается в сочетании с усилиями принимающих стран по преодолению бедности.

11.3.4. Официальное кредитование экспорта

В систему официального финансирования развивающихся стран включаются официально поддержанные экспортные кредиты. К официальным экспортным кредитам (ОЭК) относятся кредиты или займы для экспорта товаров и услуг, которым официальные агентства по кредитованию экспорта стран-кредиторов предоставляют гарантии, страхование или прямое кредитование. При этом гарантии/страхование обеспечивают официальные власти, а кредитование возможно как из государственных, так и из частных источников.

Кредит на экспорт товаров и услуг может предоставить сам экспортер; коммерческий банк может дать кредит экспортеру/импортеру; кредит может быть получен непосредственно от официального экспортно-кредитного агентства чаще всего в форме среднесрочного финансирования в дополнение к ресурсам частного сектора. Такие кредиты обычно предоставляются на экспорт капитального оборудования в рамках крупномасштабных среднесрочных проектов. По существующим правилам стран — членов ОЭСР официальные агентства кредитуют 85 % стоимости экспортного контракта сроком на 2 года и более.

Официальные агентства по кредитованию экспорта входят в Международный союз страховщиков кредита и инвестиций (Бернский союз). Бернский союз существует с 1934 г. и представляет собой ассоциацию кредитно-страховых экспорт-

ных агентств, которые участвуют в союзе как независимые страховщики, а не как представители своих правительств. Главными целями союза являются выработка принципов страхования экспортных кредитов и поддержание дисциплины выполнения условий кредитования в международной торговле. С этой целью члены союза обмениваются информацией, консультируются и тесно сотрудничают, они также снабжают союз информацией о своей деятельности. В поставках из стран — членов Бернского союза экспорт с государственной страховкой/гарантией или с прямым кредитованием в 1999 г. составил 9 %.

В 1990-1995 гг. среднегодовой темп новых поступлений по экспортным кредитам составил 11 %; в 1995 г. приток достиг максимума в 110 млрд долл., к 1999 г. сумма новых поступлений снизилась до 70 млрд долл. Общая сумма полученных экспортных кредитов в 1995 г. составила 475,3 млрд долл., к 1999 г. она упала до 410 млрд долл. Экспортные кредиты получают страны с наиболее развитым рынком; на первые 20 стран-получателей приходится 80 % от общей суммы, в которой две трети составляют новые поступления, 1/3 — просроченные обязательства, страховые платежи и т. п.

В 1999 г. по суммарному объему полученных экспортных кредитов основными реципиентами были Россия — 55,5 млрд долл. (13 % от общей суммы) и Китай — 46,4 млрд долл. (11,3 %). Обязательства по официальным экспортным кредитам составляют значительную часть совокупной внешней задолженности стран развивающихся и с переходной экономикой: в 1996 г. они составляли 24 %, в 1999 г. — 19 %; в составе задолженности официальным кредиторам доля долгов по экспортным кредитам была соответственно равна 50-56 %.

В 2000 г. долги по экспортным кредитам составили 27 % совокупного внешнего долга крупных получателей таких кредитов, России и Китая - более 30 %. В задолженности некоторых нефтедобывающих развивающихся стран (Алжир, Иран, Нигерия, Оман), а также переходных стран (Азербайджан, Туркменистан, Узбекистан) экспортные кредиты составили 50-90 %. В структуре внешнего долга латиноамериканских и азиатских стран с более диверсифицированной базой внешнего финансирования доля экспортных кредитов в общей сумме долга не превышает 20 %.

11.3.5. Многостороннее финансирование развития

За 1985-1999 гг. валовое многостороннее финансирование развивающихся стран составило 608,7 млрд долл., в том числе МВФ — 167,6 млрд долл. За эти годы роль многосторонних кредиторов в финансировании развивающегося мира возросла, о чем свидетельствует увеличение доли задолженности многосторонним кредиторам в общем внешнем долге развивающихся стран. В 1990 г. она составляла 19,0 %, в 1999 г. - 21,1 %.

Основным получателем многосторонних кредитов является латиноамериканский регион с суммой в 189,0 млрд долл. и удельным весом в 31,0 % за 1985-1999 гг. Доля кредитов многосторонних организаций Латинской Америке в 1995 и 1999 гг. поднималась до 42-43 %. Страны Восточной Азии и Тихого океана были главными получателями многостороннего финансирования в 1997-1998 гг., когда они получили 57,7 млрд долл. за два года, а их доля в общей сумме поднималась соответственно до 46-37 % (табл. 11.6).

Таблица 11.6
Валовое многостороннее финансирование
развивающихся стран по регионам в 1985-1999 гг.¹

Регионы	Объемы финансирования						
	1985-1989 ²	1990-1994 ²	1995	1996	1997	1998	1999
Все страны, млрд долл.	25,7	36,9	60,2	42,5	64,2	75,6	53,2
<i>В %от общего финансирования;</i>							
Африка к югу от Сахары	17	15	12	11	7	6	7
Северная Африка и Средний Восток	9	8	7	11	6	4	6
Восточная Азия и Тихий океан	18	16	11	16	46	37	20
Южная Азия	14	16	7	11	7	6	9
Латинская Америка	33	28	43	26	19	30	42
Европа и Центральная Азия	9	16	21	25	15	18	15

За кризисные 1980-е гг. долг многосторонним кредиторам увеличился в 4 раза и составил 242,3 млрд долл., в 1999 г. — 432 млрд долл., в том числе концессионная — 139 млрд долл. Среднегодовые платежи по обслуживанию долгов многосторонним институтам в 1985-1989 гг. равнялись 27,4 млрд долл., в 1990-1999 гг. — 43,4 млрд долл. В структуре долга многосторонним институтам за последние два десятилетия произошли существенные изменения в распределении долга по кредиторам. За 1980-1999 гг. долг Международному валютному фонду увеличился в 6,4 раза, а его доля в общем долге многосторонним кредиторам в 1999 г. составила 18,3 %, не достигнув уровня 1980 г.

Напротив, долги и удельный вес Всемирного и региональных банков в многостороннем кредитовании многократно возросли. Долг Всемирному банку увеличился в 14,4 раза, а его доля в общем долге многосторонним кредиторам возросла до 47,6 %; долг региональным банкам развития увеличился в 35,4 раза, а его доля поднялась до 24,6 %. При этом значимость других организаций в многостороннем кредитовании упала до 6,7 %,.

Выводы

1. Основные причины вывоза капитала в колониальные и отсталые страны были сформулированы основоположниками классической школы. А. Смит отметил постоянную нехватку капиталов в этих странах, их стремление занимать как можно больше, а также их трудности с возвратом кредитных средств, неизбежные просрочки и переоформления векселей.

2. Дж. СТ. МИЛЛЬ показал, что менее развитые страны могут выпускать займы только под правительственные гарантии, и условием их платежеспособности по внешним долгам является превышение экспорта над импортом, равное стоимости долговых платежей.
3. К. Маркс и его последователи обратили внимание на эксплуататорский характер вывоза капитала в отсталые страны, которые утрачивают способность проводить независимую экономическую политику и попадают под влияние кредиторов.
4. Помощь развивающимся странам, по мнению ее разработчиков, призвана пополнить сбережения до уровня инвестиций и восполнить нехватку иностранной валюты в объеме дефицита текущего платежного баланса. Согласно теории, потребность в помощи отпадет, когда норма сбережений достигнет величины, позволяющей обходиться собственными средствами с привлечением иностранных частных инвестиций. Были определены факторы, тормозящие экономическое развитие, устранение которых, согласно теории, позволит вступить в этап самоподдерживающегося развития.
5. Модели урегулирования внешней задолженности основаны на опережающем росте ВВП; на поддержании критической нормы процента, позволяющей осуществлять долговые платежи, не допуская увеличения задолженности.
6. Теории партнерства направлены на достижение гармонии интересов на основе выполнения взаимных обязательств иностранных компаний и принимающих стран; на поиск оптимального соотношения иностранных и местных инвестиций и рационального сочетания различных форм притока иностранного капитала.
7. Теория японского экономиста К. Кодзимы развития международного разделения труда на основе поощрения прямых инвестиций основана на использовании сравнительных преимуществ при выборе отрасли инвестирования в принимающей стране. В этом случае усиливается экономическая взаимодополняемость стран-партнеров и расширяется взаимный товарооборот.
8. Концепции перестройки международного разделения труда вызваны озабоченностью увеличивающегося разрыва между развитыми и развивающимися странами и направлены на ускоренное развитие догоняющих стран и расширение их промышленного экспорта.
9. С 1960-х гг. Организация Объединенных Наций разрабатывает международную стратегию развития на очередное десятилетие для развивающихся стран и рекомендует меры по их реализации. В 1974 г. была принята программа нового международного экономического порядка, содержащая требования развивающихся стран по улучшению их положения в международном разделении труда,
10. Международное финансирование развивающихся и переходных стран представляет собой совокупность финансовых ресурсов, поступающих от официальных (двусторонних и многосторонних) и частных кредиторов, инвесторов и доноров в разнообразных формах и на разных условиях.
11. Официальное финансирование включает финансирование развития и финансирование внешней торговли посредством предоставления экспортных кредитов с государственной страховкой и гарантией.

¹ Источник: IMF. Official Financing for Developing Countries. - Wash., 2001. - P. 25.

² Среднегодовые данные.

12. Часть официального финансирования поступает в кредитной неконцессионной форме, другая часть — в концессионной (льготной форме), в том числе и в виде грантов и списаний внешних долгов странам-реципиентам. В общем потоке официального финансирования доля незаемных средств существенно превышает кредитные поступления.
13. В структуре официального финансирования развития преобладает официальная помощь развитию, которая предоставляется иностранными государствами и многосторонними организациями.
14. До конца 1980-х гг. приток официального финансирования преобладал над притоком частного капитала в развивающиеся страны. С начала 1990-х гг. в развивающиеся и е переходные страны пошел возрастающий поток частного капитала с преобладанием портфельных инвестиций.

Термины и понятия

Самоподдерживающийся рост; торгово-направленные инвестиции; международная стратегия развития ООН; официальное финансирование; официальное финансирование развития; официальная помощь развитию; концессионное кредитование; государственные экспортные кредиты.

Вопросы и задания для самопроверки

1. Что такое «помощь»? в понимании западных теоретиков и каково ее назначение?
2. На каком этапе развития отпадает потребность в получении помощи, согласно теории Роузештейна-Родана?
3. Какие нужны исходные данные, чтобы рассчитать потребность страны во внешнем финансировании по модели Роузенштейна-Родана?
4. Назовите (лимитирующие) факторы, тормозящие экономический рост в модели Ченери-Страута.
5. Какова конечная цель трехфазового развития слаборазвитой экономики по теории Ченери-Страута?
6. Сформулируйте концепцию урегулирования внешней задолженности Б. Аврамовича. При каких условиях внешний долг будет снижаться?
7. По какой формуле определяется критическая норма процента, при которой темпы роста задолженности не превышают темпов роста ВВП?
8. На каких основах должно строиться взаимодействие иностранного и местного капитала для достижения гармонии интересов?
9. В каком случае, по теории К. Кодзи.мы, прямые иностранные инвестиции способствуют расширению международной торговли?
10. Каковы основные направления перестройки международного разделения труда в западных концепциях 1960-1970-х гг.?
- П. Какова оптимальная модель развития, по мнению Б. Баласса?
12. Назовите основные направления и показатели международной стратегии развития (МСП) ООН.

13. Каковы рекомендации МСР ООН в области финансирования развивающихся стран?
14. Какие методы изменений международного разделения труда предлагаются в программе НМЭП?
15. Какие виды внешнего финансирования образуют систему официального финансирования развивающихся стран?
16. Что такое «официальная помощь развитию»?
17. Какие экспортные кредиты включаются в систему официального финансирования развивающихся и переходных стран?
18. Какие организации участвуют в многостороннем финансировании развития?

Литература

1. Бодрова Я. А. Эволюция теорий вывоза капитала // Внешнеэкономический бюллетень, 2001. — № 11.
2. Голосов В. В. Теории вывоза капитала. — М.: Мысль, 1977.
3. Доклад о мировом развитии 2000-2001. Наступление на бедность. — М.: Весь мир, Всемирный банк, 2001.
4. Леонов Р. Роль государственных экспортных агентств в финансировании развивающихся стран//МЭ и МО, 2001. — № 1.
5. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов. — М.: СОЦЭКГИЗ, 1962.
6. Федякина Л. Н. Мировая внешняя задолженность: теория и практика урегулирования. — М.: Дело и Сервис, 1998.
7. IMF. International Capital Markets, Developments, Prospects, and Key Policy Issues. — Wash.
8. IMF. Official Financing for Developing Countries. - Wash., 1998, 2001.
9. IMF. World Economic Outlook. - Wash.

Глава 12

Стратегии экономического развития (1950-1970 гг.)

Проблема хронических трудностей многих развивающихся стран в обслуживании обязательств по внешним долгам имеет в своей основе долговременные факторы фундаментального характера. Неплатежеспособность по внешним обязательствам обычно возникает и обостряется в тех странах, где стратегия экономического развития не соответствует мирохозяйственным условиям. Неадекватная модель развития, как правило, отличается импортозамещающим характером промышленности и традиционным сырьевым экспортом, не покрывающим растущие импортные расходы. Она характеризуется хроническим дефицитом текущего платежного баланса и государственного бюджета, ее функционирование поддерживается привлечением внешних ресурсов с преобладанием заемных.

Дефицитная экономика развивающихся стран складывалась постепенно в ходе их независимого развития. Менялись факторы, стимулировавшие внешние заимствования, расширялись их источники и масштабы, изменялись условия зарубежного кредитования, но растущие за счет новых заимствований и процентных начислений долговые платежи все более тормозили социально-экономическое развитие большинства стран развивающегося мира. Преодолеть эту негативную тенденцию удалось немногим странам азиатского региона.

На определенном этапе дефицитная экономика может оказаться в долговой петле, если внешние обязательства покрываются преимущественно новыми внешними заимствованиями, а темпы роста внешнего долга опережают темпы роста экспорта и ВВП. В долговой экономике неизбежны нарушения графика платежей, накопление просроченных долгов, что рано или поздно приводит к одностороннему отказу страны-должника выполнять свои долговые обязательства перед внешними кредиторами, т. е. к кризису.

12.1. Импортозамещающая индустриализация догоняющего типа

12.1.1. Генезис стратегии развития промышленности

В эпоху колониализма политически зависимые страны не имели внешней задолженности, напротив, они субсидировали метрополии. Колониальная администрация тщательно следила за тем, чтобы торговые балансы этих стран были активными и полностью покрывали все расходы. Из внешнеторговых доходов колоний и других политически зависимых стран выплачивались прибыль и дивиденды по иностранным инвестициям, платежи за страхование, фрахт и другие услуги; покрывались расходы на содержание армии и колониальной администрации.

Значительные денежные средства переводились непосредственно из бюджета колоний в метрополию. Подсчеты за период между двумя мировыми войнами

показывают, что $\frac{1}{4}$ всех средств, включая жалование колониальных чиновников и другие изъятия, переводимые из Индии в метрополию, составляли **отчисления** из индийского бюджета. Страны стерлинговой зоны хранили свои резервы в Лондоне, зоны франка — в Париже; метрополии активно использовали, не принадлежавшие им ресурсы. Во время Второй мировой войны Великобритания заморозила стерлинговые авуары, в том числе и принадлежавшие колониям и доминионам, и начала их возвращать под давлением США только в 1950-х гг.

Внешняя задолженность освободившихся стран начала накапливаться с первых лет их политической независимости в ходе реализации национальных программ развития. Накопление долгов было связано с хроническим дефицитом торговых и текущих платежных балансов в результате снижения темпов расширения экспорта и экспортных доходов; увеличения импорта, в том числе продовольствия, сырья, топлива, а также инвестиционных товаров; ухудшения соотношения между экспортными и импортными ценами, т. е. «условий торговли» (*terms of trade*).

Проблемы, с которыми столкнулись афро-азиатские освободившиеся страны в 1950-1960-е гг., были хорошо известны по опыту латиноамериканских и других периферийных суверенных государств, ранее вступивших на путь импортозамещающей индустриализации в связи с изменениями в международном разделении труда. По мнению известного экономиста *Р. Пребиша*, с начала промышленной революции в Англии в условиях свободной конкуренции между промышленно развитыми и периферийными государствами и вплоть до Великой депрессии 1929-1933 гг. сложилось разделение труда, основанное на сравнительных преимуществах стран-участниц. Индустриальные страны экспортировали готовые товары, периферийные страны — сырье и продовольствие. Темпы годового прироста производства и экспорта промышленных товаров и сырья почти совпадали, что придавало взаимному товарообмену определенную устойчивость и равномерность.

Первая мировая война, а затем кризис 1929-1933 гг. разрушили старый экономический порядок и нанесли огромный ущерб периферийным странам, поскольку основные потребители их продукции — индустриальные центры резко сократили производство и импорт, перешли к политике жесткого протекционизма. Образовался дисбаланс между центром и периферией мирового хозяйства; экономический разрыв между двумя группами стран увеличивался. В Латинской Америке кризис достиг катастрофических размеров, поскольку она была наиболее интегрирована в мирохозяйственную систему.

Весь современный для того периода сектор латиноамериканской экономики был связан с внешней торговлей и иностранным капиталом. Внешний долг и платежи по его обслуживанию возрастали и оказывали негативное воздействие на экономику стран региона. Способность к импорту латиноамериканского региона снизилась в 1930-1934 гг. на треть, в 1935-1939 гг. — еще на 13 %. Однако застой в международной торговле породил мощные стимулы к импортозамещению, который стал способом возмещения упавших доходов от сырьевого экспорта и сократившегося промышленного импорта. Государство в латиноамериканских странах всячески поддерживало местное производство и поощряло замещение импорта. Оно осуществляло закупки или субсидирование избыточной продукции; выделяло квоты инвалюты местным предпринимателям на приобретение зарубежного оборудования.

Индустриализация осуществлялась в условиях высокого протекционизма, с помощью прямого административного контроля над импортом и других средств государственного регулирования внешнеторгового обмена и экономики в целом. Для преодоления кризиса латиноамериканские правительства проводили жесткую валютно-денежную политику. Они осуществляли контроль над валютным курсом, использовали множество валютно-обменных курсов, регулировали обмен валюты, проводили девальвации для поощрения экспорта и снижения дефицитов торгового и платежного балансов, осуществляли чрезмерную денежную эмиссию, что вызывало рост инфляции и снижение жизненного уровня населения.

Во время Второй мировой войны индустриализация, ориентированная на внутренний рынок за неимением внешнего рынка сбыта и поставок товаров из-за рубежа, получила дальнейшее развитие. Страны Латинской Америки, равно как и других периферийных регионов, были отрезаны от поставщиков промышленного оборудования и потребительских товаров. Они были вынуждены осуществлять курс на ускоренное развитие собственного производства, обеспечивать себя и предметами первой необходимости, и инвестиционными товарами.

Следующий этап импортозамещения в Латинской Америке и начало этого процесса в освободившихся от колониальной зависимости странах Азии и Африки пришлось на первые послевоенные 10-15 лет. Он был обусловлен мирохозяйственными условиями и политикой освободившихся стран. Развитие замены импорта промышленных товаров стимулировалось ростом экспортных доходов на основе высокого мирового спроса на сырье и продовольствие. Напротив, расширению и диверсификации экспортноориентированного промышленного производства препятствовала протекционистская политика развитых стран.

Стратегия импортозамещения связывались с построением независимой экономики, укреплением государственности, опирающейся на собственную индустриальную базу. В борьбе за экономическую независимость многие освободившиеся страны приняли концепцию «опоры на собственные силы», импортозамещающую модель развития промышленности и укрепления госсектора. В структуре импорта стала сокращаться доля потребительских товаров первой необходимости и возрастать доля инвестиционных товаров; при этом колониальная структура экспорта не претерпела существенных изменений.

Все развивающиеся страны, принявшие концепцию экономической независимости и противостояния развитым странам, развивали или создавали вновь промышленность с ориентацией на внутренний рынок, что в тех условиях было оправдано. Индустриализация действительно была жизненно необходима, хотя бы потому, что сельское хозяйство в большинстве случаев не в состоянии использовать прирост самодостаточного населения, особенно, когда внедряется новая техника, снижающая спрос на рабочую силу.

Стратегия промышленного импортозамещения в Латинской Америке и в афро-азиатских освободившихся странах обрела статус государственной доктрины. Развивающиеся страны продолжали идти по пути внутриориентированной промышленности с сырьевым экспортом даже тогда, когда началось снижение мирового спроса на сырьевую продукцию, ухудшилось соотношение между экспортными и импортными ценами, обострилась конкуренция между производителями различных регионов развивающегося мира.

Дисбаланс во взаимоотношениях между развитыми и развивающимися странами все более увеличился, экономический разрыв по ВВП на душу населения был равен в 1950 г. 1:11,2. Развитие научно-технического прогресса в развитой части мира, снижение потребления сырья на единицу продукции, производство синтетического сырья, увеличение аграрной самообеспеченности, усиление автаркии развитых стран — все эти и другие факторы способствовали все большему экономическому отставанию стран развивающегося мира, и к 1970 г. разрыв возрос до 1:13,2. Доля развивающихся стран в мировом экспорте сырья (без нефти), включая субституты, снизилась до 29 % в 1961 г.

Б этих условиях действенным фактором развития должна была стать экспортноориентированная индустриализация. В 1960-е гг. четко обозначились две стратегии развития индустриализации: одна была ориентирована внутрь (*inward looking development*), т. е. на внутренний рынок, другая — вовне (*outward looking development*), на внешний рынок. Внутриориентированная стратегия предполагает самообеспечение готовой продукцией, создание всеобъемлющих промышленных комплексов, призванных наполнить внутренний рынок отечественными товарами и затем развернуть их экспорт. Экспортноориентированная модель основана прежде всего на международной промышленной специализации и кооперации, с развитием которых насыщается и внутренний рынок.

Социально-экономическое развитие во всех периферийных странах сначала пошло по пути импортозамещающего производства. В принципе развитие импортозамещающего производства не противоречит наращиванию экспорта. Отрасли промышленности, первоначально удовлетворяющие потребности внутреннего рынка, могут, по мере накопления опыта и повышения производительности труда, производить продукцию на экспорт. Однако сначала это удалось небольшим азиатским странам со скудными природными ресурсами. Они смогли перейти к созданию экспортноориентированного производства промышленных товаров, расширению и диверсификации промышленного экспорта. Подавляющее большинство развивающихся стран не смогли существенно расширить экспорт промышленной продукции и сохранили импортозамещающую ориентацию.

12.1.2, Импортозамещающая индустриализация: возможности и ограничения

Накопленный опыт позволяет выделить проблемы, с которыми столкнулись страны, принявшие стратегию чистой импортозамещающей индустриализации. Первый этап замены импорта простых в изготовлении и относительно дешевых потребительских товаров краткосрочного и среднесрочного пользования, как правило, проходит относительно легко. Латинская Америка, которая явилась первопроходцем и лидером импортозамещающей индустриализации, в основном прошла ее начальный этап в период между двумя мировыми войнами и во время кризиса 1929-1933 гг., когда особого протекционизма и не требовалось. Освободившиеся от колониализма афро-азиатские страны вступили на путь создания импортозамещающей индустриализации в первые послевоенные десятилетия в условиях возобновившейся внешнеторговой экспансии индустриально развитых стран и усиления конкуренции между самими развивающимися странами.

На начальном этапе создаются новые или модернизируются старые предприятия, производящие товары массового спроса. Эти отрасли по своим **техничко-**

экономическим параметрам соответствуют возможностям и потребностям слабо-развитых экономик. Они основаны на трудоинтенсивных технологиях, не требуют сложной системы смежных производств по выпуску вспомогательных материалов. Такая индустриализация быстро дает зримые положительные результаты: создаются новые производства, увеличивается занятость, пополняется рынок. Однако, по имеющимся подсчетам, индустриализация импортозамещения все это делает хуже, чем могла бы сделать подлинно рациональная политика, разумно сочетающая замену товарного импорта с развитием экспорта промышленных изделий.

На втором этапе индустриализации замещения возникает проблема **создания** капиталоемких производств более сложных потребительских и производственных товаров длительного пользования. Именно производство этих товаров формирует максимизацию промышленного самообеспечения и независимого экономического развития. Однако развитие нефтехимии, металлургии, целлюлозно-бумажной промышленности и других отраслей, где создаются исходные конструкционные материалы, требует развития соответствующих ресурсов, больших капиталовложений и широких рынков сбыта.

Производство машинотехнических изделий производственного и потребительского назначения требует развития горизонтальной и вертикальной специализации, углубления внутриотраслевого разделения труда и кооперации специализированных предприятий в целях обеспечения рентабельности производства. В противном случае оно будет неконкурентоспособным из-за высоких издержек производства и цен, что и произошло в латиноамериканских и других странах.

Главной направляющей силой, участником и организатором импортозамещающей индустриализации развивающихся стран было государство. В большинстве латиноамериканских стран укрепление государственного капитализма началось с национализации предприятий добывающей промышленности в 1930-х гг. После Второй мировой войны расширение государственного предпринимательства осуществлялось в результате национализации, покупки государством акций иностранных предприятий и строительства новых государственных предприятий.

Тяжелые, базовые отрасли промышленности, производственная инфраструктура в основном принадлежали государству. Расходы на промышленное развитие в общих государственных расходах в 1950-1960-е гг. достигали 30-40 %. Доступ иностранного капитала в латиноамериканские экономики был ограничен, а в некоторые отрасли запрещен. Государство контролировало местный частный капитал через кредитно-финансовую систему; оно сдерживало развитие частного предпринимательства экономическими и административными методами.

Политика индустриализации с ориентацией на внутренний рынок в большинстве стран обычно была не результатом хорошо проработанной программы, а реакцией на внешние неблагоприятные условия, вынудившие эти страны прибегнуть к сокращению и замещению импорта. Вопросам себестоимости не уделялось должного внимания; в выборе товаров для производства не учитывались сравнительные преимущества. Все это обернулось низкой эффективностью и неконкурентоспособностью основной массы промышленных предприятий, созданных на основе стратегии импортозамещения. Выживание таких предприятий поддерживалось большими льготами за счет сельского хозяйства, низкого жизненного

уровня населения, падения темпов роста. По оценкам, в латиноамериканских странах в период второго этапа развития импортозамещения (1955-1965 гг.) реальный рост экономической эффективности практически был нулевым. Поскольку промышленность была представлена в основном производством потребительских товаров, динамика которого определяется потребительским спросом, низкие доходы населения препятствовали ее развитию.

Негативные последствия однобокой импортозамещающей индустриализации без соответствующего расширения и диверсификации экспорта проявляются быстро. Относительно небольшие национальные рынки, недогрузка производственных мощностей и другие факторы приводят к тому, что стоимость производства чрезмерно велика, и вынуждают вводить высокие таможенные пошлины. Жесткий протекционизм поощряет создание и поддерживает небольшие, нерентабельные, неконкурентоспособные производства, тормозит технический прогресс, рост производительности труда, приводит к изоляции национальных рынков от внешней конкуренции, ослабляет стимулы для улучшения качества и снижения себестоимости. Политика импортозамещения имеет свои пределы; постепенно она оставляет в импорте только крайне необходимые товары, и возможности дальнейшего сокращения импорта сужаются. Более того, сокращение импорта многих товаров для развития неизбежно наносит ущерб темпам роста и занятости.

Догоняющая индустриализация осуществляется на основе расширяющегося импорта промежуточных и инвестиционных товаров, в которых воплощены осваиваемые ими технологические достижения. По мере замены одних видов импорта собственным производством, расширяется спрос на другие более дорогие виды импорта: на средства производства, на технологии, на новые инвестиционные, а также потребительские товары, которые непрерывно создаются в ходе технического прогресса в развитых странах, и им отдают предпочтение зажиточные слои населения. Импортозамещающая индустриализация увеличивает долю местных товаров в потреблении, однако потребность в промышленном импорте не снижается, а растет. Рост затрат на импорт сырья и полуфабрикатов, необходимых для изготовления заменяемых импортных товаров конечного спроса, обычно перекрывает экономию на прекращении их импорта. В результате в Пакистане и Таиланде отношение импортируемой промежуточной продукции для выпуска промышленных изделий к импорту таких изделий за 1950-1969 гг. возросло в 5,2 раза, в Бирме — в 5,5 раз, на Филиппинах — в 8 раз.

Индустриализация догоняющего типа, как показал опыт латиноамериканских и других стран, оставляет уровень промышленного самообеспеченности достаточно низким. В начале 1960-х гг. доля потребительских товаров в промышленном импорте Аргентины, Бразилии, Мексики составила 13 %, Индии — 15 %. Экспорт при импортозамещающей индустриализации развивался медленно. Нарастанию традиционного экспорта сырья и продовольствия препятствовали низкая эластичность спроса на эту продукцию, развитие тенденции к материало- и энергосбережению, усиление конкуренции между производителями. Экспорт промышленных изделий тормозился низкой конкурентоспособностью обрабатывающих отраслей, созданных в период импортозамещения, завышенным обменным курсом национальных валют.

В результате импортозамещающей индустриализации сопутствует хронический внешнеторговый дефицит. Дефицит по текущим расчетам нарастает и в результате роста стоимости услуг, трансфертов в индустриальные страны, бегства капиталов, долговых платежей. Острая нехватка валюты увеличивает потребности в притоке финансовых ресурсов извне для поддержания расширенного, а во многих странах простого воспроизводства. Привлечение иностранных заемных ресурсов при низких темпах роста накапливает внешние долги, влечет за собой тяжкое бремя долговых обязательств, формирует экономику, зависимую от новых заимствований.

Экономика развивающихся стран поддерживалась иностранной помощью и привлечением частных капиталов. Внешняя задолженность увеличивалась, ее обслуживание становилось главной проблемой стран-реципиентов. Приток иностранного капитала в развивающиеся страны из всех источников, включая реинвестиции частного капитала, был ниже оттока ресурсов в виде процентов, дивидендов и прибыли. Темпы расширения импорта опережали импортный потенциал с учетом экспортных поступлений. Нехватка средств частично покрывалась из валютных резервов, а в основном накапливала внешнюю задолженность. В странах развивающегося мира складывалась дефицитная экономика, функционирующая на основе внешнего компенсационного финансирования.

Наиболее продвинутые страны имели доступ к международным банковским кредитам и рынкам долговых ценных бумаг. Дефицитная экономика все более становилась заемной (долговой). Государственный внешний долг развивающихся стран возрос за 1955-1962 гг. почти в 3 раза и составил 28 млрд долл.; внешний долг крупнейших заемщиков ежегодно увеличивался на 16 %. Платежи по обслуживанию долга возросли в 3,5 раза, из них треть составили проценты. В 1960-е гг. сложилась очень напряженная ситуация с погашением внешней задолженности у многих стран-должников. Их заимствования были кратко- и среднесрочного характера, и в течение 5 лет многие должники должны были выплатить 30-50 % и более от общего долга.

Предоставляя кредиты и займы, страны-доноры и международные организации не всегда учитывали интересы и возможности стран-реципиентов, в том числе и в отношении сроков погашения кредитов. Кредиторам пришлось проводить консолидацию кратко- и среднесрочных долгов, продлевать сроки погашения основной суммы, сокращать процентные платежи.

В 1960-е гг. страны развивающегося мира приняли концепцию «опоры на коллективные силы», стараясь объединить свои усилия в целях преодоления отсталости, неплатежеспособности, повышения уровня жизни, и **встали** на путь развития **региональной** интеграции. Региональные объединения интеграционного типа создавались для преодоления узости внутренних рынков и углубления регионального разделения труда. Были подписаны договоры о создании Латиноамериканской зоны свободной торговли (ЛАСТ, 1960 г.), Центральноамериканского общего рынка (ЦАОР, 1964 г.), Регионального сотрудничества в целях развития (РСР, 1964 г.), Арабского общего рынка (АОР, 1964 г.), Ассоциации стран Юго-Восточной Азии (АСЕАН, 1964 г.), Восточно-африканского сообщества (ВАС, 1967 г.) и др.

С образованием этих группировок связывались большие надежды. Считалось, что объединение позволит преодолеть узость рынков, повысить конкурентоспо-

собность промышленных изделий, эффективность индустриализации за счет специализации и углубления регионального разделения труда. Однако процессы интеграции развивались медленно и противоречиво; они тормозились низким уровнем развития производительных сил, рыночных механизмов, преобладанием государственного регулирования, однотипной структурой промышленности. Интеграция в первые десятилетия не внесла существенных изменений в положение большинства развивающихся стран в международном разделении труда и не ослабила их финансовой зависимости от развитых стран.

В 1960-е гг. более 80 % экспорта развивающихся стран по-прежнему составляло сырье. Половину экспорта готовых изделий из развивающихся стран поставляли Гонконг, Израиль, Индия и Мексика. Доля развивающихся стран в промышленном импорте стран — членов ЕЭС колебалась в пределах 1-4 %, в импорте США и Великобритании — около 10 %. Позиции развивающихся стран на мировом рынке в начальный период индустриализации, нацеленной на импортозамещение и самообеспечение в сочетании с отсталой структурой экспорта, ослабли, их доля в мировом экспорте снизилась.

12.2. Экспорт-ориентированные модели развития

12.2.1. Латиноамериканская модель развития промышленного экспорта: концептуальные подходы и их реализация

В 1960-е гг. латиноамериканская импортозамещающая модель развития исчерпала свои созидательные возможности; провал политики импортозамещения стал фактом, и была провозглашена экспортноориентированная промышленная политика. В программе Экономической комиссии ООН для Латинской Америки (ЭКЛА) «**К новой ориентации развития**» утверждалось, что индустриализация должна ориентироваться на увеличение обмена промышленными товарами между странами региона и рост их экспорта в другие страны мира; признавалась необходимость ускорения экономического развития, производственной и технологической трансформации национальных экономик.

В 1970-х гг. в латиноамериканском регионе получили распространение неолберальные взгляды, которые легли в основу бразильской модели. На монетаристских идеях М. Фридмана строилась экономическая политика Аргентины, Уругвая, Чили. Бразильская концепция промышленного развития была направлена на всемерное стимулирование экспортноориентированных отраслей; открытость с опорой на свободное предпринимательство и расширение экспорта как важнейший фактор роста. Склонность к экспорту увязывалась с уровнем специализации регионов при одновременной диверсификации в удовлетворении внутренних потребностей.

Концептуальное признание значимости экспортной ориентации промышленного производства не принесло ощутимых результатов в реальной экономике региона. В начале 1980-х гг. латиноамериканский регион оставался поставщиком сырья, доля которого составляла в экспорте до 80 %, Главными экспортными товарами региона были нефть и кофе. Шесть латиноамериканских государств были чистыми экспортёрами нефти; пятнадцать государств, в том числе Бразилия, Колумбия, Сальвадор, Гватемала, получали основные валютные доходы от экспорта кофе.

Концепция ориентации на **внешнеэкономические** связи, предполагающая создание и развитие промышленного экспортного потенциала во взаимодействии с иностранным капиталом, облегчение доступа промышленных изделий на рынки развитых стран, расширение внутри- и межрегиональной торговли развивающихся стран в условиях активизации интеграционных процессов, начала осуществляться в наиболее подготовленных странах Латинской Америки. Это произошло потому, что **развитые** страны и ТНК начали испытывать настоятельную необходимость реорганизации международного разделения труда и осознали выгоду передачи развивающимся странам некоторых видов производств.

Крупные латиноамериканские страны приступили к созданию экспортного промышленного потенциала в 1960-е гг. Страны «большой тройки» (Аргентина, Бразилия, Мексика) с помощью ТНК сделали упор на создание капиталоемких и высокотехнологичных производств в ряде отраслей. За 1960-1970-е гг. они добились определенных положительных результатов в развитии промышленного производства. Удельный вес промышленности в ВВП региона увеличился к 1980 г. до одной трети, в том числе обрабатывающей — около четверти.

В 1980 г. выпуск промышленного оборудования в Латинской Америке достиг 60,8 млрд долл. (в развивающихся странах Азии — 35 млрд долл.) и обеспечивал около 70 % потребностей в оборудовании. Промышленное производство латиноамериканских стран по-прежнему сохраняло ориентацию на внутренний рынок; тем не менее, получило развитие и экспортное производство. Экспорт обрабатывающей продукции Латинской Америки увеличился за 1970-1980 гг. в 9,4 раза; удельный вес промышленных изделий в экспорте вырос до 20 %. Заметное место в промышленном экспорте заняли машины и оборудование, в том числе морские суда, автомобили, электронно-вычислительная техника, ткацкие и прядильные станки и т. п.

Развитие промышленного производства и экспорта было сосредоточено в крупных странах региона. В 1980 г. 70 % регионального промышленного экспорта пришлось на страны «большой тройки». Доля продукции обрабатывающей промышленности в экспорте Бразилии составила 37 %, Мексики — 33 %, Аргентины — 21 %. Удельный вес шести ведущих стран Латинской Америки («большая тройка», Венесуэла, Колумбия, Чили) в товарном экспорте развивающегося мира снизился к 1980 г. до 12 %, в промышленном экспорте он составил 11 %, в экспорте машин и оборудования из развивающихся стран — около 16 %.

В промышленном развитии Латинской Америки большую роль сыграло государственное регулирование и предпринимательство. В 1970-е гг. государство взяло под свой контроль топливно-энергетический комплекс, многие ключевые отрасли, куда не допускался иностранный капитал. Оно осуществляло регулирование всех экономических процессов, но менее успешно, чем это делало государство в азиатских странах. Латиноамериканским правительствам не удалось предотвратить бегство капиталов за границу, их утечку в непроизводительные сферы и спекулятивные сделки, расточительные личные расходы богатых слоев населения и т. д.

С 1960-х гг. в латиноамериканских странах началось создание экспортно-производственных зон (ЭПЗ). К 1980-м гг. в Мексике функционировало более десяти ЭПЗ, в которых насчитывались сотни промышленных предприятий

(«макиладорас»). Эти предприятия были оснащены более современной техникой, использовали передовую технологию, имели более высокую производительность труда по сравнению с другими предприятиями. В Бразилии, в районе Манаус сложился самый крупный в Латинской Америке центр по производству и экспорту электронных и электротехнических изделий. Предприятия в этой зоне имеют высокую долю национальных компонентов в готовой продукции.

С 1960-х гг. ТНК США, Западной Европы и Японии стали переносить некоторые трудо-, энерго-, материалоемкие и экологически грязные производства в страны Латинской Америки. Эти производства оставались анклавными, слабо связанными с местной экономической структурой. В промышленном экспорте латиноамериканских стран продукция филиалов и дочерних компаний ТНК в конце 1970-х гг. составляла до 40 %, в экспорте Бразилии и Аргентины этот показатель был несколько ниже.

Развитие латиноамериканских стран сопровождалось увеличением финансовых дефицитов, ростом внутренней и внешней задолженности. Дефицит текущего платежного баланса латиноамериканского региона в 1981 г. достиг максимума для 1980-х гг. — 40,3 млрд долл. Внешняя задолженность латиноамериканского региона составила в 1970 г. 21,4 млрд, в 1981 г. — 240 млрд долл., в том числе Бразилии (млрд долл.) — 63, Мексики — 55, Аргентины — 32, Венесуэлы — 30, Чили — 12 млрд долл. Платежи по обслуживанию долга стран Латинской Америки быстро увеличивались: в 1976 г. они равнялись 15 млрд долл., в 1982 г. — 65,5 млрд долл. В структуре внешнего долга удельный вес задолженности официальным кредиторам снизился к 1980 г. до 21 %, частным банкам — возрос до 56 %, процентная ставка, составившая в 1976 г. 5,6 %, в 1981 г. поднялась до 16,4 %.

Увеличение внешней задолженности латиноамериканских стран за 1970-е гг. в значительной степени определялось благоприятной ситуацией на международных кредитных рынках, доступностью и ростом банковского кредитования. Увеличение потребностей развивающихся стран во внешнем финансировании совпало с бурным развитием международного рынка капиталов на основе относительного избытка финансовых ресурсов в сфере международного оборота, в том числе и за счет нефтедолларов. Западные коммерческие банки, не имея достаточного спроса в развитых странах, переориентировали часть своих ресурсов на кредитование развивающихся стран. Главным заемщиком был латиноамериканский регион; приток иностранных кредитов в страны Латинской Америки за 1976-1981 гг. составил 301,2 млрд долл.

За 1970-е гг. валютно-кредитные связи между развитыми и развивающимися странами выросли количественно и видоизменились качественно. Они приобрели систематический и устойчивый характер, что позволяет утверждать, что произошла интеграция развивающихся стран в международную финансово-кредитную систему. Широкий поток финансовых ресурсов, устремившийся в наиболее продвинутые страны развивающегося мира, стал мощным фактором экономического развития. В 1970-е гг. некоторые латиноамериканские страны имели относительно высокие среднегодовые темпы роста ВВП, в том числе темпы роста ВВП Бразилии составили 8,2 %, ВВП на душу населения — 5,7 %, Мексики — 6,4 и 3,2 % соответственно; при этом инфляция в этих странах была двукратной.

Однако хозяйственная структура и экономическая стратегия латиноамериканских стран не претерпели существенных изменений. Приток внешних ресурсов отсрочил платежный кризис и поддержал неэффективную, дефицитную модель развития. Сохранялись преобладание импортозамещения и сопутствующая ему закрытость внутреннего рынка при явно недостаточном стимулировании экспортной деятельности. Поощрялось неоправданно широкое привлечение внешних займов при неэффективном их использовании; искусственно поддерживался завышенный обменный курс национальной валюты, а также заниженные ставки банковского процента. При внешнем финансировании значительной доли бюджетного дефицита отсутствовала должная дисциплина в государственных расходах; продолжалось дорогостоящее субсидирование госпредприятий при нерациональном вмешательстве государства в рыночные процессы.

12.2.2. Азиатская экспортноориентированная модель развития и результаты ее применения

Среди огромного многообразия национальных моделей развития особое место занимает азиатская модель, преимущества которой стали проявляться еще в 1960-е гг. сначала в Японии, а затем в последовавших за ней других странах региона. В ее основе лежит признание необходимости активного взаимодействия с иностранным капиталом и всемерного использования преимуществ участия в международном разделении труда в целях догоняющего развития стран, позднее иступивших на путь индустриализации. «Тигры» первой волны (Гонконг, Сингапур, Тайвань, Южная Корея) на старте не имели благоприятных условий для роста, но у них были стратегия и тактика развития. Все страны прошли через импортозамещение как необходимый этап перехода к экспортной ориентации.

Либерализация товарного рынка происходила постепенно, давая возможность национальным производителям переориентироваться на выпуск конкурентной продукции. Экспортная ориентация была основана на внедрении в международное промышленное разделение труда. Модель развития была нацелена на накопление. Частное предпринимательство поощрялось; государственный сектор вытеснялся постепенно. Государственные предприятия постепенно коммерциализировались, и управление ими все более децентрализовалось.

Структурная перестройка была направлена на включение в международное разделение труда в качестве производителя и экспортера промышленных товаров и высокотехнологичной продукции. Она осуществлялась при государственной поддержке. Государство стимулировало перелив капитала в новые отрасли посредством прямого участия в производстве, финансирования капитальных вложений, селективной промышленной политики, ценового регулирования. В 1960-1980-е гг. осуществлялась политика жесткого контроля над движением капитала. Даже прямые иностранные инвестиции поощрялись правительством только на селективной основе. Приток внешних инвестиций осуществлялся без льгот, и они направлялись в приоритетные отрасли. Стабилизационные программы в Корее, например, реализовались без помощи МВФ.

Азиатская модель является региональной в том смысле, что, во-первых, все большее число стран региона принимает эту стратегию и, во-вторых, она реализуется во взаимодействии с другими странами региона, втянутыми в общерегио-

нальный непрерывный процесс. Первые страны уходят все дальше в своем развитии, переходя к производству более сложной высокотехнологичной продукции, следующие за ними повторяют их путь, сегодня делая то, что первые делали вчера.

Азиатские экономисты полагают, что такой тип развития сокращает экономический разрыв между более и менее развитыми странами региона. Формы и характер связей между ними приобретают новые качества, в том числе и в области прямого финансирования. Распространение получили прямые инвестиции в экономику идущих следом стран, экспорт оборудования, материалов, технологий и т. д., который способствует подъему производительности местных фирм с высоким инновационным потенциалом и установлению с ними партнерских отношений по линии создания совместных предприятий, производственной кооперации, субподрядных связей.

Развитие современных производств в отставших странах Азии обычно начиналось с импорта технологически новых товаров из более развитых стран, сменяемого затем импортозамещающим производством, за которым следует экспорт новой продукции за рубеж. Затем, и даже одновременно с товарным экспортом, начинаются вывоз капитала и создание производств в других странах с более дешевым трудом; и, наконец, обратный импорт, сокращение, модернизация или закрытие устаревших производств и переход к более передовым их формам.

Первые три фазы развития, последовательность импорта, импортозамещающего производства и экспорта были впервые выявлены японским экономистом К. Акамацу в 1943 г. в его статистическом исследовании предвоенной японской промышленности. Автор пришел к выводу, что вновь индустриализуемой стране (в то время это была Япония) присуща последовательность У-образных кривых роста импорта, внутреннего производства и экспорта, напоминающая стаю летящих диких гусей.

Выводы К. Акамацу были эмпирически подтверждены развитием большинства отраслей промышленности Японии. Концепция «стаи летящих диких гусей» получила дальнейшее развитие, когда встал вопрос о вывозе японского капитала, передаче технологии, создании зарубежного производства с использованием более дешевого труда и природных ресурсов и обратном импорте полуфабрикатов и готовой продукции старшего поколения. В 1973 г. японский экономист К. Кодзима ввел понятие «догоняющий жизненный цикл продукции».

Японская модель развития считается базовой, а модели развития других стран Юго-Восточной (ЮВА) и Восточной Азии (ВА) — ее вариациями, представляющими собой применение базовой модели в странах, позже вставших на путь индустриализации. Огромное значение для ускорения процесса догоняющего развития имеет получение капитала и технологии из-за рубежа. Первая четверка {Гонконг, Сингапур, Тайвань, Южная Корея}, пошедшая по этому пути вслед за Японией, получала огромную поддержку от Японии и США; страны АСЕАН — от Японии и «четырех тигров»; Китай и Вьетнам — от идущих впереди стран.

Различаются два типа восточноазиатских моделей. Первая модель (северная) относится к Японии и новым индустриализирующимся странам (НИС) первого эшелона, исключая Гонконг; вторая (южная) модель относится к странам юга региона. Они различаются прежде всего по внешнеэкономическим условиям, которые существовали на ранних этапах развития. В момент старта первая четверка

получала широкую помощь извне, международный торговый режим позволял чаще прибегать к государственному вмешательству и селективному протекционизму. Страны АСЕАН, позже принявшие модель экспортной ориентации, использовали более либеральную политику.

Азиатские страны, вступившие на путь догоняющего развития, имели разные стартовые условия. Тайвань и Корея были в свое время японскими колониями, и зачатки тяжелой промышленности там были созданы еще в 1930-е гг. Для этих стран характерна сходная с Японией модель быстрых структурных сдвигов, отход от первичного сектора. На Тайване преобладали мелкие частные фирмы, крупное производство было государственным. Напротив, в Южной Корее немногое более централизованная государственная бюрократия поддерживала развитие крупных, высоко диверсифицированных частных конгломератов.

В Гонконге развитие обрабатывающей промышленности, главным образом текстильной и швейной, началось только в 1950-х гг. после разрыва связей с континентальным Китаем. В ходе миграционного процесса из КНР произошел крупномасштабный приток капитала, оборудования, знаний, рыночных связей, предпринимательской энергии, главным образом из Шанхая. Сингапур и Гонконг **ОЮШЛИ** отторгово-посреднической деятельности, небольшие размеры и преобладание городского населения в этих гор одах-государств ах повлияли на размах диверсификации промышленности, инфраструктуры, на их зависимость от прямых иностранных инвестиций.

Несмотря на все различия на старте и в дальнейшем развитии, основные черты экономики стран Восточной Азии весьма схожи, и среди общих черт отмечаются стремление «учиться у Японии», следование принципу «сначала экономика, затем демократия*». Развитие этих стран происходило, во-первых, при авторитарном режиме и при мощном и эффективном руководящем аппарате. Во-вторых, быстрый рост промышленного производства происходил прежде всего за счет экспортной ориентации; в-третьих, развитие непременно приводило к ликвидации военного режима и активному процессу демократизации. Важную роль в повышении производительности труда сыграло конфуцианство, признающее приоритетность образования, трудолюбия, дисциплины, коллективизма, что и было использовано властями. Продолжительность рабочей недели в 1960-1970-х гг. составляла в Южной Корее 53,4 часа, к середине 1980-х гг. она снизилась до 47,7 часов, заработная плата была минимальной.

Исследователи стратегии догоняющего развития на основе экспортноориентированной модели многократно подчеркивали важность политической воли, жесткой централизованной власти диктаторского типа и высокопрофессиональной бюрократии в осуществлении экономических реформ. В Южной Корее военный режим был установлен в 1961 г. и просуществовал до 1987 г. Под надзором авторитарного правительства, отодвинув демократизацию на задний план, Корея приняла в 1962 г. первый пятилетний план экономических реформ, нацеленный на достижение полной индустриализации страны.

При этом в Корее была гарантирована свобода частной собственности и предпринимательства, осуществлялись очередность распределения капитала, регулирование экспорта. На Тайване с момента получения независимости в 1949 г. существовала однопартийная система; в Сингапуре с 1959 по 1990 г. правящее

руководство в лице неизменного лидера партии не меняло курса. В Таиланде и Индонезии политическая власть находилась в руках диктатуры, в КНР фактически правит одна партия. Как известно, в Японии, как и в ФРГ, реформы осуществлялись в условиях оккупационного режима.

Экономический успех стран Восточной Азии, конечно, определялся не только формой правления. Военные режимы были и в Латинской Америке, но только в Чили в более продолжительные сроки были получены положительные результаты в области экономики во времена Пиночета, которым предшествовало десятилетие стагнации. Преобразования в Корее и других восточноазиатских странах были грамотно спланированы и реализованы, эффективно использовались собственные и заемные ресурсы, осуществлялась адекватная политика в области ценообразования, бюджета, капиталовложений и финансов.

На всех стадиях реализации модели «летающих гусей» гибкая государственная политика играла решающую роль. Властям приходилось менять приоритеты и перестраиваться на ходу, искать оптимальные варианты в достижении конечного результата. На предварительной стадии правительство за счет субсидий и налоговых льгот осуществляло стимулирование местных или иностранных предпринимателей, создавало современные производства. На двух импортных стадиях (стадии импортозамещения и стадии обратного импорта) власти поддерживали местное производство. На стадии импортозамещения они ограничивали импорт или субсидировали местных производителей; на стадии обратного импорта они способствовали адаптации отечественного производства к притоку конкурентного импорта.

Экспортноориентированные промышленные отрасли при наличии внутреннего спроса создавались в ускоренном режиме на базе импортозамещающего производства. При отсутствии платежеспособного внутреннего спроса многие отрасли и виды производств создавались сразу как экспортные, например производство телевизоров в Южной Корее или холодильников и кондиционеров на Тайване. На начальном этапе индустриализации, когда национальные сбережения были крайне ограничены, значительная часть инвестиций осуществлялась из внешних источников, в том числе и из официальных. Со временем благодаря расширению и диверсификации промышленного производства, форсированному развитию экспорта возросли норма сбережений и инвестиций и эффективность их использования.

Большое влияние на процесс догоняющего развития оказывает политика привлечения иностранных прямых инвестиций и технологий на стадиях предварительной, импортозамещения и экспорта. На стадии зрелости прямые инвестиции осуществляются с целью переноса производств за рубеж, где себестоимость производства ниже, высвобождая «нижние» этажи промышленности для менее развитых стран, т.е. инвестиции частично замещают товарный экспорт. Устойчивый экономический рост стимулирует приток иностранного частного капитала, индустриализация все более обеспечивает движение к самоподдерживающемуся экономическому росту.

Опыт азиатских стран показывает, что аграрные страны, не наделенные богатыми природными ресурсами, могут перейти к трудоемким, а затем и к более сложным видам промышленной деятельности и создать экспортноориентированную

индустриальную модель развития, добиться повышения уровня жизни. Построение эффективной экономики в восточноазиатских странах началось с коренной реформы сельского хозяйства, создавшей предпосылки для индустриализации. Были осуществлены конфискация крупных земельных владений, раздел земли, отход от монокультуры, повышение рентабельности; оказывалось содействие производителям.

Первые эффективные аграрные реформы, облегчившие переход сельского хозяйства к современным формам организации и развития, были осуществлены на Тайване и в Южной Корее, которые стали первопроходцами внешнеориентированного промышленного развития. Несколько позже ощутимых достижений в аграрных преобразованиях добились Малайзия, Таиланд, Индонезия. С простой и эффективной аграрной реформы начались экономические преобразования в Китае, который избрал промышленный экспорт в качестве одного из приоритетов развития.

В процессе индустриализации восточноазиатские страны умело использовали сочетание и манипулирование протекционизмом и свободной торговлей. Например, Южная Корея только в 1979 г. провозгласила политику «открытых дверей». Развитие импортозамещающих и экспортных производств в этих странах сопровождалось постепенным переводом первых во вторые. Первичной базой импортозамещающей индустриализации в азиатских странах послужило отсталое текстильное производство. Экспортная индустриализация в странах Юго-Восточной Азии осуществлялась поочередно, шаг за шагом. Она началась с легкой промышленности, где велика доля затрат живого труда и, соответственно, заработной платы в издержках производства.

Обувная, текстильная и швейная отрасли, созданные с помощью иностранного капитала, обеспечивали более трети занятости в обрабатывающей промышленности Гонконга, Южной Кореи и несколько ниже в других странах ЮВА. Валютные доходы от продажи продукции легких отраслей, некоторых видов сырья на внешних рынках сформировали валютные ресурсы для развития более сложных экспортных отраслей. По этому пути пошли и страны АСЕАН: они сохранили традиционный сырьевой экспорт наряду с расширением промышленного.

Экспорт азиатских стран экспортной ориентации первого и второго поколения постепенно обогащался технически сложными и капиталоемкими изделиями, в том числе производственного назначения. Особое место в структуре их экспорта заняла бытовая и производственная электроника, получившая развитие благодаря подключению к международному промышленному внутриотраслевому разделению труда. С конца 1970-х гг. НИС ЮВА первого поколения приступили к развитию наукоемких отраслей и созданию собственной научно-исследовательской базы. Они начали создавать технопарки, т. е. зоны с льготными условиями для разработки и выпуска наукоемкой продукции для внешних потребителей. Это положило начало экспортной переориентации производства высокотехнологичных изделий и компонентов промышленного назначения. Индустриализация НИС ЮВА — это процесс создания сменяющих друг друга все более технологичных отраслей, сначала как импортозамещающих, а потом и экспортных.

Постепенно преобразовывалась структура производства и экспорта азиатских стран. К 1980 г. доля сельского хозяйства в Гонконге и Сингапуре снизилась

до 1 %, на Тайване и в Южной Корее она составила 9-14 %, в Малайзии — 22 %, в Таиланде — 25 %. Доля промышленности в ВВП Сингапура, Малайзии, Южной Кореи составила 43 %, Тайваня — 43 %, Таиланда — 28 %. Среднегодовые темпы роста ВВП первой четверки НИС ЮВА в 1970-1980 гг. находились в пределах 8,5-9,5 %\ Малайзии и Таиланда — 7-8 %. Усиление экспортной ориентации экономики рассматриваемых стран подтверждается увеличением экспортных квот (отношения стоимости экспорта к ВВП) и номенклатуры экспортных товаров. В 1980-е гг. еще больше обозначились преимущества НИС ЮВА, к 1990 г. их доля в мировом промышленном экспорте поднялась почти до 8 %, увеличившись с 1970 г. в 3,6 раза.

Экспорт готовой продукции и полуфабрикатов из развивающихся стран начал расти. Однако его увеличение и особенно впечатляющий рост вывоза машин и оборудования произошел за счет небольшой группы стран при сохранении сырьевой экспортной ориентации огромного большинства государств развивающегося мира в сочетании с импортозамещающим промышленным производством. Удельный вес готовой продукции и полуфабрикатов в экспорте из развивающихся стран в 1982 г. составил 24 %.

Иностранный капитал сыграл большую роль в экономическом развитии и структурных преобразованиях НИС ЮВА. Они получали значительные ресурсы от международных финансовых организаций, а также от США, Японии, Великобритании и других стран. Догоняющая индустриализация НИС ЮВА требовала привлечения иностранного транснационального капитала, новых технологий и их адаптации к местным условиям. В 1960-1970-е гг. основной сферой приложения иностранного частного капитала была Латинская Америка, где американские и другие ТНК давно создали свои филиалы и дочерние компании, выпускающие продукцию на внутренний, а затем и на внешние рынки.

В малые азиатские страны с очень узкими рынками иностранный частный капитал шел менее охотно. Странам ЮВА надлежало создать особые условия для привлечения транснационального капитала, несмотря на то что сами ТНК были заинтересованы в перемещении в развивающиеся страны многих видов трудо-, энерго- и материалоемких, экологически грязных производств, а также предприятий по выпуску массовой потребительской продукции, отработавшие свой «жизненный ресурс» в развитых странах. Переносом производства на стадии зрелости ТНК добивались продления цикла жизни продукта с наименьшими затратами за счет дешевого труда. Создавая свои филиалы в индустриализирующихся странах, ТНК поставляли большую часть производимой там продукции в страны своего базирования.

Политика и интересы ТНК и принимающих стран практически совпадали и создавали основу для взаимовыгодного сотрудничества. Политика ТНК оказалась выгодной принимающим странам, ибо они приобретали относительно современные технику и технологию, менеджмент, занятость, подготовку кадров; укрепляли и диверсифицировали свой экспортный потенциал и получали гарантированные рынки сбыта. Принимающие страны обновили законодательные акты, регулирующие деятельность иностранного капитала и ТНК, стимулирующие экспортное производство. Предприятиям, ориентированным на внешние рынки, предоставлялись налоговые, финансовые, таможенные и другие льготы,

что активизировало перенос экспортного производства в индустриализирующиеся страны ЮВА.

В середине 1970-х гг. началась активная экспансия американских, японских и западноевропейских ТНК в электронную и электротехническую промышленность, в автомобильную, судостроительную, станкостроение и другие машиностроительные отрасли этих стран. Были созданы предприятия по выпуску электронных компонентов, бытовой техники, телекоммуникационного оборудования, счетно-вычислительной техники, конторского оборудования. Южная Корея и Тайвань добились успехов в выпуске станков с ЧПУ, гибких производственных систем, в производстве химических товаров.

Такие предприятия располагались, как правило, в специальных зонах. Национальные правительства азиатских стран создавали экспортно-производственные зоны (ЭПЗ), представляющие собой определенный, выгодно расположенный район вблизи морского порта или крупного аэропорта, с развитой промышленной инфраструктурой и льготным режимом. Подавляющее большинство предприятий, расположенных в ЭПЗ, являются филиалами или дочерними компаниями ТЫК. В начале 1980-х гг. в ЭПЗ Южной Кореи, Тайваня, Малайзии и других функционировали сотни предприятий. В Малайзии на о. Пинанг была создана одна из крупнейших зон, которая является центром электронной и электротехнической промышленности.

Экспорт продукции из ЭПЗ существенно пополняет валютные ресурсы азиатских стран. НИС ЮВА в отличие от большинства латиноамериканских и африканских государств, смогли более селективно и стратегически выверено использовать иностранный инвестиционный капитал. Удельный вес иностранных ТНК в экспорте промышленной продукции из стран ЮВА к началу 1980-х гг. составлял 25-35 %, из Сингапура - 90 %.

В экономических достижениях азиатских стран на путях экспортной ориентации велика заслуга национальных правительств и предпринимателей этих стран, которые смогли эффективно использовать иностранные и собственные ресурсы, успешно прошли все этапы индустриализации, повторив японскую модель догоняющего развития с учетом своей специфики. Впечатляющие успехи НИС ЮВА первого, а затем и второго эшелона определяются выбором и осуществлением оптимальной модели развития. Правительства этих стран подготовили госаппарат, четко и грамотно выполняющий свои функции. Был налажен мониторинг, т.е. мероприятия и результаты тщательно отслеживались и корректировались. Национальные экономики перестраивались с учетом сегодняшних и завтрашних требований и условий мирового рынка. Осуществлялась система повышения нормы прибыли, сбережений, инвестиций, стимулирования экспорта.

Азиатские страны изначально рассматривали рост инвестиций в качестве необходимой предпосылки и гарантии быстрого роста производительности труда. Учитывая, что индустриализация начиналась в аграрных странах, повышение производительности труда требовало мобилизации ресурсов, создания современных корпораций для осуществления крупномасштабных инвестиций. Цель государственного вмешательства состояла в устранении несовершенств рынка, тормозивших процесс инвестиций и инноваций в индустриализующихся странах.

Центральной задачей государственного вмешательства была реализация интересов бизнеса в сочетании с общенациональными интересами путем создания нового богатства через накопление капитала и повышение производительности труда. Успех политики измерялся темпами накопления капитала, технического прогресса и структурных изменений. Любое вмешательство государства в экономику определялось прагматически и было направлено на то, чтобы поведение отдельных фирм согласовывалось с долгосрочными интересами национального бизнеса.

В первую очередь правительства НИС ЮВА первого эшелона стремились гарантировать условия для инвестиций за счет обеспечения политической стабильности и благоприятного макроэкономического климата. Стимулирование инвестиций осуществлялось с помощью мер, повышающих корпоративные сбережения, прибыли и стимулирующих реинвестиции. Важную роль играли налоговые и специальные льготы по амортизации на уровне всей экономики и отдельных отраслей. Политика в области внешней торговли, финансов и конкуренции увеличивала прибыли корпораций и их инвестиционный потенциал.

Осуществлялись селективный протекционизм, контроль за ставкой процента и размещением кредитов. Правительства стимулировали слияния, осуществляли координацию расширения производственных мощностей, ограничивали проникновение новых фирм в отдельные отрасли, осуществляли проверку импорта технологий, поощряли образование картелей для стандартизации, специализации и экспортных операций. Правительства НИС ЮВА не только направляли ресурсы в руки потенциальных инвесторов, но и смогли внедрить предпринимательскую дисциплину. Они принимали меры для предотвращения расточительного, непроизводительного потребления. С этой целью были введены ограничения на потребление предметов роскоши с помощью ограничений на их импорт, производство и потребительский кредит, а также высоких налогов. Всячески поощряя производительные инвестиции, правительства также стремились не допустить спекулятивных инвестиций, ограничивали вывоз капитал а экономическими и административными мерами.

В плане зависимости между экспортом и инвестициями страны ЮВА не стремились повысить отдачу от статических сравнительных преимуществ. Напротив, с самых ранних стадий своего развития там сознательно культивировали новое поколение отраслей, обладающих большим потенциалом для инноваций и повышения эффективности на длительную перспективу. Они искали самые перспективные технологические ниши в международном разделении труда, ставили задачу овладения уже существующими технологиями и конкуренцией на рынке зрелых продуктов с уже действующими там фирмами.

Наряду с развитием крупного современного экспортного производства правительства стран ЮВА оказывали поддержку мелким производителям, занятым в сельском хозяйстве и промышленности, с помощью целенаправленных государственных инвестиций, льготных кредитов и консультационных услуг. Им удалось избежать формирования двойственной экономической структуры, т.е. разрыва между крупным и мелким производством. В аграрные районы НИС ЮВА вкладывались крупные государственные средства, прежде всего в инфраструктуру, оказывалось содействие непосредственно производителям посредством системы цен и технической помощи.

Меры поддержки сельского хозяйства обеспечивали большую надежность продовольственного снабжения, улучшали ситуацию на внутреннем рынке, создавали дополнительный источник сбережений и трудовых ресурсов, а в отдельных случаях и иностранной валюты. В области мелкого промышленного производства правительства поощряли развитие субконтрактных отношений с крупным производством, придавая тем самым всей корпоративной структуре гибкость, стимулируя технологическую модернизацию мелкого бизнеса. Система поддержки включала льготные кредиты, налоги, консалтинг.

Сформировав экспорториентированную модель развития и добившись больших успехов в системно-структурных преобразованиях и финансовой стабилизации, азиатские страны экспортной ориентации в 1960-1970-х гг. не смогли преодолеть дефицит торгового и платежного балансов. Наиболее высокий дефицит имели Южная Корея и Сингапур. Малайзия имела активное сальдо, Тайвань к началу 1980-х гг. вышел на активный торговый баланс. Наличие хронического отрицательного сальдо платежного баланса свидетельствовало о дефицитном характере экономики, о необходимости внешних заимствований, о накоплении внешней задолженности и растущих платежах по ее обслуживанию.

Внешняя задолженность шести восточноазиатских стран в 1980 г. составила 38,1 млрд долл., платежи по обслуживанию долга — 7,3 млрд долл., а отношение платежей к экспорту (НОД) — 11,5%. Внешний долг крупнейшего должника региона — Южной Кореи составил 17,6 млрд долл., долговые платежи — 3,3 млрд долл., НОД — 14,7 %. Страны ЮВА исправно, по графику выполняли свои долговые обязательства, одновременно поддерживая высокие нормы накопления, темпы роста ВВП и экспорта. За 1970-1980 гг. совокупный ВВП шести азиатских стран увеличился в 6 раз, экспорт — в 9 раз, средняя норма валовых внутренних инвестиций поднялась до 33,7 %. В целом можно с полным основанием утверждать, что азиатская модель развития оказалась наиболее адаптированной к потрясениям 1970-1980-х гг.

Выводы

1. Структура экономики и стратегия развития влияют на платежеспособность стран-реципиентов. Неадекватной модели развития имманентны дефицит ликвидных ресурсов и серьезные трудности в обслуживании обязательств по внешним заимствованиям. Адаптированная к мирохозяйственным условиям модель развития с мощным экспортным промышленным потенциалом обеспечивает социально-экономическое развитие и платежеспособность.
2. Индустриализация в развивающихся странах началась традиционно с импортозамещающего производства потребительских товаров краткосрочного и среднесрочного пользования и дала положительные результаты. На более высоких ступенях экономической зрелости развернулось производство товаров длительного пользования производственного и потребительского назначения.
3. При догоняющем развитии повышение степени самообеспеченности одними промышленными товарами сопровождается усилением зависимости от импорта товаров, необходимых для их изготовления. Развитие импортозамещающего производства отстает от роста спроса на новые производственные и потребительские товары, который удовлетворяется за счет импорта.

4. При импортозамещающей индустриализации экспорт хронически отстает от потребностей в импорте товаров производственного назначения для развития импортозамещения и новых потребительских товаров; в связи с этим возникает необходимость привлечения иностранных займов.
5. Индустриализация осуществлялась, как правило, без хорошо проработанной программы, без учета себестоимости и сравнительных преимуществ, с применением отсталой техники, в результате чего производство оказалось неконкурентоспособным.
6. Импортозамещающая индустриализация привела к чрезмерному внешнему заимствованию, росту задолженности; сформировала неплатежеспособную дефицитную экономику, поддерживаемую внешним компенсационным финансированием.
7. Экспортная ориентация промышленности при определенных условиях повышает платежеспособность и производительность труда, благоприятно воздействует на размещение ресурсов, использование производственных мощностей, масштабы производства и совершенствование технологий.
8. Усилия по реализации экспортной стратегии в латиноамериканских странах способствовали повышению доли готовой продукции в экспорте, но не изменили коренным образом их положения в международном разделении труда, не разрушили импортозамещающую модель развития промышленности и еще более увеличили их долговую нагрузку.
9. В ходе формирования и развития импорториентированной и даже экспортной моделей развития многие развивающиеся страны не преодолели дефицит текущего платежного баланса. Некоторые экспорториентированные страны Азии, в частности Южная Корея, успешно развивались, имея дефицит текущего платежного баланса.
10. Высокая результативность развития по экспорториентированной модели четырех стран Юго-Восточной Азии, а затем и стран АСЕАН, КНР определяется его комплексным характером, сочетанием экспортных отраслей промышленности с модернизацией сельского хозяйства и развитием импортозамещающего производства с опорой на региональное сотрудничество. Реализация этой модели требует четкой работы всех ветвей государственной власти и высокого профессионализма государственного аппарата.

Термины и понятия

Стратегия догоняющего развития; импортозамещающая индустриализация; экспорториентированная модель развития.

Вопросы и задания для самопроверки

1. Почему индустриализация в развивающихся странах начинается с импортозамещения?
2. Каковы пределы повышения степени самообеспеченности промышленными товарами при импортозамещающей стратегии?

3. Как влияет импортозамещающая индустриализация на платежный баланс и внешнюю задолженность?
4. Каковы параметры теоретической внешнеориентированной модели развития?
5. Почему страны Латинской Америки не смогли в полной мере реализовать преимущества экспорториентированного производства?
6. Каковы особенности азиатской модели развития?
7. Назовите основные фазы развития по азиатской модели.
8. В чем проявляется региональный характер азиатской модели?
9. Какова роль государства в азиатских странах, принявших модель экспортной ориентации?
10. Чем отличается азиатская политика от латиноамериканской в отношении иностранного капитала?

Литература

1. Аникин А. В. История финансовых потрясений. От Дж. Ло до С. Кириенко. - М.: «Олимп-Бизнес», 2000.
2. Африка южнее Сахары. Реформы и развитие. — М.: Наука, 1994.
3. Ворожейкина Т. Внешний фактор индустриализации Мексики и Бразилии // МЭиМО, 1999. - № 7.
4. Ли Ин Сом. Россия и модель развития Восточной Азии // МЭ и МО, 1997. — № 8.
5. Опыт экономических реформ в развивающихся странах. - М.: Наука, 1992.
6. Развивающиеся страны: экономический рост и социальный прогресс. — М.: Наука, 1983.
7. Федякина Л. Я. Мировая внешняя задолженность: теория и практика урегулирования. — М.: Дело и Сервис, 1998.
8. Шишков Ю. В. Мировая экономика: нарастающий процесс глобализации (прогноз на 2000-2015 годы). - М., 1999.
9. Эльянов А. Глобализация и расслоение развивающихся стран // МЭ и МО, 2000. - № 6.
10. Эльянов А. Индустриализация развивающихся стран в интерьере мирохозяйственных связей и Россия // МЭ и МО, 1999. - № 1, 2.

Глава 13

Международный долговой кризис

Локальные кризисы внешней задолженности, вызванные нарушением обязательств страной-должником перед внешними кредиторами, начались с 1956 г. Всего до начала 1980-х гг. было заключено 70 соглашений о реорганизации внешнего долга с 46 развивающимися странами на общую сумму 27,7 млрд долл. С 1982 г. кризис платежеспособности охватил большинство развивающихся стран и превратился в международный долговой кризис. Долговой кризис продолжался в острой форме до конца десятилетия, пройдя несколько этапов. В первые годы в эпицентре кризиса оказались крупные латиноамериканские страны-заемщики и транснациональные банки, преимущественно американские. Огромные суммы выданных банками кредитов, значительно превысившие их собственные капиталы, достигли критического уровня. В этих условиях банкротство какой-либо одной крупной страны-дебитора угрожало цепной реакцией банкротств среди кредиторов, прежде всего частных банков. Вслед за этим были неизбежны банкротства и среди стран-должников, так как платежеспособность многих из них к этому времени уже почти полностью зависела от периодического возобновления внешних заимствований.

Во второй половине 1980-х гг. долговой кризис перерос в общеэкономический, охватив сферу производства и потребления, с тяжелыми социальными последствиями. Однако угроза массовых банкротств коммерческих банков и краха системы международного кредита миновала. Банки-кредиторы создали механизмы защиты, увеличили резервы. Только в начале 1990-х гг. международный долговой кризис стал терять свою остроту. При сохранении различий по странам и их группам выявилась тенденция к снижению показателей задолженности.

13.1. Предпосылки долгового кризиса

13.1.1. Сокращение притока иностранной валюты

Возникновению и развитию международного долгового кризиса способствовал комплекс многих факторов структурного и конъюнктурного, долгосрочного и краткосрочного, внутреннего и внешнего характера. В общем виде главную причину возникновения кризиса можно сформулировать следующим образом: экономики многих стран-должников, в том числе наиболее продвинутых крупных стран Латинской Америки, приспособившиеся к высоким экспортным ценам на сырье и доступному международному кредиту в 1970-е гг., не выдержали резкого сокращения притока и увеличения оттока финансовых ресурсов в начале 1980-х гг.

Среди внутренних факторов, приведших к долговому кризису, была неадекватная внешним условиям стратегия развития в латиноамериканских и других

странах-должниках среднего уровня развития. Экономическая ситуация в этих странах к началу 1980-х гг. характеризовалась макроэкономической нестабильностью: бюджетными дефицитами, чрезмерной денежной эмиссией, высокой инфляцией, отрицательными сальдо по текущим расчетам, завышенным обменным курсом национальных валют. Острая нехватка финансовых ресурсов восполнялась из внешних источников.

Многие страны-заемщики проводили ошибочную политику в сфере кредита и валютных операций. Они осуществляли чрезмерные заимствования; неэффективно использовали привлеченные средства, допускали просчеты в составлении национальных программ развития, закладывая дорогостоящие, амбициозные проекты; неграмотно управляли внешним долгом. Накопившиеся во внутренней экономике факторы риска были усилены резким ухудшением внешних обстоятельств в 1980-е гг.

Предпосылки возникновения долгового кризиса относятся к 1970 г., когда у развивающихся стран возникли потребности и возможности крупных заимствований. Рост потребностей был обусловлен многократным ростом мировых цен на нефть, возможностей — увеличением международных ликвидных ресурсов. Страны ОПЕК были не в состоянии использовать огромные излишки иностранной валюты, и эти деньги поступили в международные финансовые центры. Высокий уровень инфляции в развитых странах сдерживал инвестиции в развитые экономики. Значительная часть нефтедолларов в виде долларовых синдицированных кредитов потекла в Латинскую Америку и некоторые другие наиболее продвинутые развивающиеся страны.

Задолженность развивающихся стран за 1973-1978 гг. увеличилась в 2,6 раза и составила 336 млрд долл., но рост цен на сырье (в 6 раз за 1972-1981 гг.) и приток иностранного капитала позволили обслуживать внешние долги без особых трудностей. К 1982 г. совокупная внешняя задолженность развивающихся стран увеличилась до 795,6 млрд долл.; значительную часть прироста долга дал рост нефтяных цен и удорожание международного кредита. В 1979 г. страны ОПЕК подняли цены на нефть в 2,5 раза — до 32 ДОЛЛ/1 барр.; долларовая процентная ставка Либора за 1978-1981 гг. поднялась с 9,5 до 16,6 %.

Начало 1980-х гг. ознаменовалось резким падением мировых цен на экспортную продукцию развивающихся стран, ухудшением соотношения экспортных и импортных цен («условий торговли») и сокращением объемов экспорта. Это произошло под воздействием структурной перестройки в развитых странах, направленной на материало- и энергосбережение и интенсификацию производства, а также мирового циклического спада 1981-1983 гг., усиления протекционизма, повышения процентных ставок и курса доллара. Среднегодовое снижение цен на сырьевые товары за 1981-1985 гг. составило 4,6 %, на нефть — 5,1 %. Падение цен на промышленные товары было значительно слабее — 2,5 % в год. Экспорт товаров из развивающихся стран по стоимости в текущих ценах сократился с 1981 по 1986 г. на 18,6 % \ доходы стран ОПЕК с 1980 по 1986 г. упали в 2,7 раза.

Падение экспортных доходов развивающихся стран сочеталось со снижением притока финансовых ресурсов. В 1982 г. совокупный чистый приток финансовых ресурсов в эти страны сократился на 14,7 % по сравнению с предыдущим годом. Это объяснялось в основном сокращением банковских кредитов, за счет которых

в течение 1970-х гг. финансировалось от 30 до 50 % дефицитов текущих платежных балансов стран — импортеров нефти. Заимствования развивающихся стран на рынках ссудного капитала сократились за 1981-1982 гг. на 23 %, приток прямых иностранных инвестиций снизился почти на треть.

Меньше стало поступать средств и по линии официальной помощи развитию. Двусторонняя помощь развитых стран сократилась с 1980 по 1982 г. на 10 % и продолжала снижаться в последующие годы; помощь стран ОПЕК в связи с резким падением мировых цен на нефть сократилась на 36 %. Сократилась и многосторонняя помощь, в том числе по линии Международной ассоциации развития (МАР), что привело к отмене многих важных проектов в наименее развитых государствах, в частности в области энергетики в Бенине, Гане, Гвинее, Мали, дорожного строительства в Гамбии, Конго, Мавритании, ЦАР, финансирования промышленного развития в Нигере, Верхней Вольте, Гане. МВФ уменьшил соотношение между допустимым объемом заимствований и размером квоты до 102 % квоты вместо 150 %.

МВФ вообще временно приостановил выдачу новых займов из-за нехватки финансовых ресурсов, но в феврале 1983 г. ресурсы МВФ были увеличены до 98 млрд долл. В связи с резким обострением проблемы урегулирования внешнего долга МВФ внес некоторые изменения в свою политику. Он выразил готовность действовать совместно с коммерческими банками, предоставляя им информацию в отношении своей части комплексного соглашения. Более того, при решении вопроса о пересмотре условий и сроков платежей Бразилии и Мексики МВФ впервые в своей практике настаивал на том, чтобы банки увеличили свои выпущенные в обращение займы, сделав их частью пакета соглашений, включающего займы МВФ и стабилизационные программы. Требование координации новых займов и стабилизационных программ устранило опасность того, что развивающиеся страны используют ресурсы МВФ для оплаты задолженности банкам.

13.1.2. Рост банковской задолженности — ухудшение структуры внешнего долга

Негативную роль в усугублении внешней задолженности развивающихся стран сыграли взаимосвязанные финансовые факторы: в структуре внешней задолженности увеличилась доля частных коммерческих банков, краткосрочных кредитов, займов под плавающий процент. В 1970-е гг. развивающиеся страны вступили с относительно небольшим уровнем банковской задолженности. Однако с 1974 г. заимствования у банков стали важным источником финансирования дефицита платежных балансов стран — импортеров нефти. Четырехкратный рост краткосрочной банковской задолженности за 1976-1982 гг. до 362,7 млрд долл., из которых более 60 % пришлось на Аргентину, Бразилию, Мексику, Чили, Венесуэлу, Филиппины, Южную Корею, был существенным фактором, усугубившим долговую ситуацию развивающихся стран.

К началу 1980-х гг. ухудшились общие условия кредитования развивающихся стран по всем показателям и категориям заемных средств. За 1973-1982 гг. средняя ставка процента поднялась с 6,6 до 11,0 %, срок погашения сократился с 18,6 года до 14,4 лет, сократился и льготный период с 5,6 года до 4,3 лет. Условия частного кредитования были значительно жестче государственного кредитования.

В 1982 г. ставка процента по государственным кредитам составила 7,6 %, по частным — 13,1 %; срок погашения по государственным кредитам был равен 22,4 года, по частным — 9,4 года; льготный период по государственным кредитам составил 5,7 года, по частным — 3,3 года.

Ухудшению структуры задолженности развивающихся стран способствовало также и то, что основная часть банковских и определенная часть государственных займов и кредитов предоставлялась на условиях базисной «плавающей» ставки. Это автоматически распространяло ежегодный прирост процентных ставок на платежи по ранее полученным кредитам. С 1972 по 1982 г. средние ставки по всем категориям займов и кредитов, полученных развивающимися странами, увеличились с 5 до 10,2 %; по займам с «плавающей» базисной ставкой они возросли с 8,3 до 17,3 %, а их доля в совокупном долге составила 60 %.

На заимствования и платежи по обслуживанию долга большое влияние оказало движение курса доллара, который в 1972–1980 гг. по отношению к основным валютам держался на относительно низком уровне. В первой половине 1980-х гг. обменный курс доллара резко поднялся, во второй половине 1980-х гг. он несколько снизился, но был выше уровня конца 1970-х гг. Рост процентных ставок и курса доллара, а также высокая инфляция обусловили стремительное увеличение платежей по обслуживанию внешнего долга.

За 1973–1983 гг. долговые платежи увеличились в 6 раз и составили 96 млрд долл. Отношение платежей к экспортным доходам (норма обслуживания долга — НОД), повысилось для нефтеимпортирующих стран до 40 %, в том числе процентные платежи — до 23 %. С 1979 г. импортеры нефти стали выплачивать по заемным ресурсам больше, чем получали извне. С 1983 г. развивающийся мир в совокупности превратился в чистого поставщика ресурсов в страны Запада.

В накоплении чрезмерной задолженности, приведшей к кризису, вина лежит и на заемщиках, и на кредиторах. Банки развитых стран, особенно американские, охотно кредитовали развивающиеся страны с начала 1970-х гг. Отмена золотого паритета доллара и фиксированных валютных курсов снизила значение государственного регулирования международной валютной системы и создала исключительно благоприятные условия для бесконтрольной экспансии частного ссудного капитала на международных рынках. Кредитный потенциал западных банков резко возрос, в том числе и в результате массивного притока нефтедолларов. Это обстоятельство побуждало ТНБ предоставлять кредиты развивающимся странам, для которых ставка процента была значительно выше, чем для развитых государств.

Таким образом, рост спроса на капитал в развивающихся странах сопровождался параллельным увеличением предложения иностранного ссудного капитала. Правительства западных стран поощряли экспансию ТНБ в развивающихся странах. Как отмечалось в докладе ОЭСР, широкомасштабные заимствования развивающихся стран создали определенные стимулы для роста экспорта и экономики промышленности развитых стран. За 1970–1981 гг. удельный вес развивающихся стран в экспорте товаров из США увеличился с 30 до 41 %, Японии — с 37 до 46 %, ЕЭС — с 14 до 25 %.

При предоставлении международных займов банки-кредиторы исходили из того, что страны-заемщики сами заинтересованы в жестком соблюдении внеш-

них долговых обязательств. Тем не менее для сокращения риска неуплаты долга банки практиковали географическую диверсификацию своих займов. Они также рассчитывали на возможность оперативного отзыва займа при сокращении кредитования до того момента, пока погашение долгов будет прекращено. Расширяя свои международные операции, банки рассчитывали на поддержку и поручительство своих правительств. Объем выданных кредитов банками США Аргентине, Бразилии, Венесуэле, Мексике и Чили к 1982 г. превысил банковский капитал на 40–163 %.

Банки-кредиторы не имели возможности контролировать страну-заемщика и следить за тем, чтобы его общая задолженность не превышала допустимого предела. В результате безоглядного заимствования общая внешняя задолженность Аргентины за 1972–1982 гг. увеличилась в 7,2 раза и составила 43,6 млрд долл., Бразилии — в 9,0 раз и 92,2 млрд долл., Мексики — в 12,2 раза и 86,0 млрд долл.; Венесуэлы — в 18,7 раз и 32,0 млрд долл. соответственно. Развивающиеся страны-заемщики часто вели себя нетрадиционно с точки зрения западной практики. Оказалось, что для многих правительств стран-заемщиков собственные интересы по поддержанию национальной кредитоспособности не всегда являются гарантией от прекращения платежей по долгам. Правительства развивающихся стран в большинстве случаев брали внешние займы по политическим, а не по экономическим мотивам. Они довольно легко прибегали к отказу от платежей, пренебрегая долговременными экономическими издержками, связанными с закрытием дальнейшего выхода страны на международные финансовые рынки.

Кредитные взаимоотношения банков с частным сектором стран-должников тоже были подвержены риску неуплаты долга. Частный сектор зачастую не выполнял свои долговые валютные обязательства не по своей воле: он не мог получить иностранную валюту для оплаты своих займов из-за ее нехватки в стране. Кроме того, платежеспособность частных заемщиков, имевших обязательства в иностранной валюте, могла значительно ухудшиться из-за девальвации национальной валюты, из-за перехода к более высоким процентным ставкам в местной валюте, а также в результате применения других методов экономической политики. ТНБ вполне сознательно шли на рискованное расширение операций с развивающимися странами, обезопасив себя высокими процентными ставками по предоставляемым кредитам, что содержало элемент страховки против возможных потерь.

Снижая риск путем географической диверсификации своих кредитных операций, банки традиционно исходили из того, что экономическая ситуация в различных странах неодинакова и риск при их кредитовании распределится равномерно. Однако экономика стала более взаимосвязанной в глобальном масштабе. В 1980-е гг. произошли события, повлиявшие на все страны одновременно, а именно — глобальная рецессия, повышение процентных ставок, падение цен на сырье. Поощряемая Западом стратегия развития в кредит, основанная на широком привлечении внешних заемных финансовых ресурсов, которая осуществлялась многими развивающимися странами, не сопровождаясь адекватным расширением ликвидных ресурсов, привела к серьезным платежным трудностям, а затем и к долговому кризису.

13.2. Возникновение и развитие долгового кризиса

13.2.1. Причины возникновения долгового кризиса

12 августа 1982 г. правительство Мексики заявило, что оно не в состоянии осуществить платеж по своему долгу международным банкам в размере 80 млрд долл. Мораторий был неожиданным, поскольку с середины 1970-х гг. Мексика была крупным экспортером нефти и развивалась высокими темпами. Международные банки, особенно американские, охотно ссужали ей деньги, считая Мексику надежным заемщиком, ибо нефтяная отрасль принадлежала государству и доходы от продажи нефти шли напрямую правительству. Имея растущие нефтяные доходы, мексиканское правительство приняло программу увеличения государственных расходов на улучшение инфраструктуры и другие социальные программы, но доходы от экспорта нефти стали снижаться.

В начале 1980-х гг. мировой спрос на нефть сократился в результате предпринятых развитыми странами мер по снижению потребления нефти и из-за начавшегося кризиса. Экспортные доходы Мексики сократились, чему способствовал и завышенный курс песо, привязанного к доллару США. У Мексики образовался крупный дефицит по текущим расчетам, который в 1981 г. достиг 12,5 % ВВП. В ожидании девальвации усилились спекуляции против мексиканского песо, увеличился отток капитала, снизились валютные резервы Банка Мексики. Песо было девальвировано, но правительству не удалось провести другие меры по снижению бюджетного дефицита, и инфляция возросла.

Международные банки утратили доверие к возможностям мексиканского правительства справиться с трудностями и отказались предоставлять новые займы. Возросшие долговые платежи, снижение экспортных доходов, дальнейшие спекуляции против национальной валюты, снижение официальных валютных резервов вынудили мексиканское правительство объявить о прекращении платежей. После объявления моратория Мексика обратилась к правительствам стран-кредиторов по поводу предоставления новых займов и реоформления долгов и попросила новый заем у МВФ в обмен на принятие стабилизационной программы.

Мексиканский мораторий породил реальные опасения того, что примеру Мексики последуют другие страны-должники, испытывавшие подобные трудности в выполнении своих обязательств перед кредиторами. К 1982 г. с высокой задолженностью и большими дефицитами по текущему платежному балансу пришли многие страны-должники, в том числе крупные заемщики: дефицит Аргентины по отношению к ВВП составил 4,1 %, Бразилии - 6,1 %, Венесуэлы — 6,3 %.

Сложность ситуации заключалась в том, что основными должниками были правительства развивающихся стран, а частные заемщики обычно получали банковский иностранный кредит под гарантию правительства. В этом случае дефолт становится суверенным, и никаких юридических оснований, позволяющих кредиторам вернуть свои средства, выданные суверенным заемщикам, не существует. Кредиторы обычно рассчитывают на то, что юридически неуязвимые правительства стран-должников постараются не доводить дело до дефолта. Против страны, прекратившей погашение долгов, могут быть применены политические и экономические санкции, и цена дефолта может оказаться очень высокой.

Во-первых, страна, объявившая о прекращении погашения долговых платежей, утрачивает возможность дальнейших внешних заимствований. Иностранные кредиторы, понесшие потери в результате дефолта, не предоставят новых кредитов из-за высоких рисков. Кроме того, правительства стран-кредиторов могут препятствовать предоставлению стране-банкроту кредитов МВФ и Всемирного банка. Страна-банкрот не сможет заимствовать и на международных финансовых рынках. Во-вторых, страна-неплательщик не получит экспортных кредитов, и против нее могут быть применены протекционистские меры на мировых рынках, препятствующие расширению экспорта и получению валютных доходов.

В-третьих, банки-кредиторы не могут вызвать правительство страны-банкрота в суд, но они могут убедить свои правительства заморозить или даже конфисковать активы страны-неплательщика, находящиеся под юрисдикцией стран-кредиторов. Прежде всего это касается официальных золотых и инвалютных резервов развивающихся стран, находящихся в американских и других банках развитых стран. Таким образом, против страны-банкрота могут быть применены серьезные меры, которые могут оказаться менее эффективными в случае образования картеля должников или объявления дефолта одновременно всеми крупными должниками.

Дефолт Мексики положил начало международному долговому кризису. И в течение 1980-х и 1990-х гг. проблема обслуживания внешнего долга многими развивающимися странами оставалась одной из важнейших международных проблем. Вслед за Мексикой ряд других развивающихся стран заявили о том, что они тоже испытывают серьезные затруднения в погашении предстоящих платежей по внешнему долгу, Боливия и Эквадор прекратили платежи по внешней задолженности; Аргентина отказалась выплачивать процентные платежи; десять африканских стран обратились к банкам и странам-кредиторам с просьбой об отсрочке платежей и облегчении условий выплаты долгов.

Частные банки начали предоставлять кредиты развивающимся странам лишь в том случае, если страна договаривалась с МВФ и принимала его условия. К концу 1983 г. было заключено 41 соглашение о новых условиях погашения задолженности с 33 странами на общую сумму 63,4 млрд долл., в том числе в рамках соглашений с частными коммерческими банками — 52,1 млрд долл. В 1984 г. сумма реорганизованного долга в рамках соглашений с коммерческими банками составила 70 млрд долл.

Долговой кризис охватил все регионы развивающегося мира: от латиноамериканских государств со средним уровнем развития до наиболее отсталых стран Африки с низким уровнем развития. В эпицентре долгового кризиса оказались крупные страны-должники Латинской Америки, Африки и Азии: Бразилия, внешний долг которой в 1982 г. составил 86,3 млрд долл., Мексика — 84,6, Аргентина — 38,8, Венесуэла — 33,2 млрд долл., Чили - 21, Нигерия — 19, Египет - 16,0, Филиппины — 20,7 млрд долл. и др. Кризис непосредственно касался стран-должников и их кредиторов с несколько разными интересами и позициями.

В число кредиторов входили три группы: правительства и коммерческие банки стран-кредиторов, а также международные организации — МВФ и Всемирный банк. Они по-разному видели проблему и ее решение. Международные банки сначала полагали, что кризис носит чисто ликвидный краткосрочный характер.

Их политика в начале кризиса по существу способствовала нарастанию финансово-экономических трудностей стран-заемщиц. Во второй половине 1982 г. банки сократили объем кредитов развивающимся странам — импортерам нефти. Лишившись возможности постоянного возобновления заимствований, многие страны-заемщики вынуждены были объявить себя временно неплатежеспособными.

Банки-кредиторы первоначально были резко против списания долгов, опасаясь, что прощение долгов одной стране неизбежно вызовет подобные просьбы и даже требования других должников. Кроме того, прощение долга может привести к отказу должников от принятия необходимых мер по улучшению национальной экономики и не увеличит платежеспособность должников по новым займам. Исходя из этого банки предпочитали переоформлять задолженность кризисных стран на более длительные сроки как новые кредиты, поменяв тем самым «плохие долги на хорошие».

Правительства развитых стран стремились предотвратить крах своей **банковской** системы, которая могла произойти в результате дефолта крупных должников. Они были осторожны в использовании бюджетных средств для облегчения положения стран-должников, опасаясь ухудшения экономической ситуации в собственных странах. Для них значительная помощь кризисным странам означала снижение государственных расходов или увеличение налогов. В то же время правительства развитых стран, особенно США, имели стратегические и экономические интересы в Латинской Америке, которые требовали определенных действий по смягчению кризисной ситуации.

В первые годы кризиса многие правительства предпочли не предоставлять новые кредиты странам-должникам, а дать налоговые льготы коммерческим банкам для компенсации потерь при кредитовании кризисных стран. Кроме того, развитые страны были готовы увеличить капитал Всемирного банка и МВФ для оказания содействия кризисным государствам. Направление средств через международных кредиторов считалось более эффективным. Эти международные организации могли потребовать от стран-заемщиков осуществления определенных мер по реформированию экономики, и возврат средств этим международным кредиторам обязателен.

МВФ видел свою главную задачу в том, чтобы страны, обращающиеся к нему за помощью, осуществляли экономические меры по улучшению их способности обслуживать свои долговые обязательства перед внешними кредиторами. В то же время МВФ поощрял международные банки к новому кредитованию стран-должников для реализации программ фонда. Однако возможности МВФ прямого финансового содействия кризисным странам ограничены; объем краткосрочного финансирования МВФ не соответствовал потребностям кризисных стран. Всемирный банк был озабочен масштабами кризиса и его расширением, а также низкими темпами экономического развития из-за долговых платежей кризисных стран. В то же время банк старался не снизить свой кредитный рейтинг чрезмерными заимствованиями на международных финансовых рынках, и его помощь должникам была недостаточной.

Страны-должники не признавали своей вины в возникновении кризиса, считая, что причина кризиса заключается в сочетании неблагоприятных внешних факторов, находящихся за пределами их контроля. В связи с этим они полагали,

что банки-кредиторы должны простить часть задолженности путем снижения либо самого долга, либо процентных платежей. Попытки создать картель должников для укрепления своих позиций в переговорах с кредиторами оказались тщетными. Должники-конкуренты в получении новых кредитов не смогли выработать единую позицию, тем более что банки вели переговоры с отдельными должниками, а не с группой стран. Должники были едины в том, что им необходимо снижение долгов для проведения экономической адаптации.

13.2.2. Дифференциация развивающихся стран по долговому фактору

Страны развивающегося мира по-разному отреагировали на резкое изменение экономической ситуации в преддверии и в ходе долгового кризиса. Относительно монолитная группа развивающихся стран раскололась в 1970-е гг., когда произошло размежевание стран по темпам роста и по источникам экспортных доходов. Из общей группы выделились, во-первых, страны ОПЕК, доходы которых от экспорта увеличились за 1970-1980 гг. в 17 раз и превысили 300 млрд долл., а к 1990 г. они снизились на 40 %.

Во-вторых, на мировом рынке стали заметны новые индустриальные страны Юго-Восточной Азии (НИС ЮВА — Гонконг, Южная Корея, Сингапур и Тайвань). За 1970-1980 гг. в условиях опережающего роста цен на сырье эти страны увеличили доходы от экспорта (в основном готовой продукции) в 11,5 раз; к 1990 г. их экспорт возрос еще в 4,6 раза и их доля в мировом экспорте составила 6,6 %, в мировом ВВП — 2,4 %.

В ходе долгового кризиса произошла дифференциация развивающихся стран по долговому фактору и по платежеспособности. В одну группу вошли чистые кредиторы, в другую — чистые должники, избежавшие кризисных потрясений, в третью — кризисные страны. По определению МВФ, к кризисной группе были причислены страны, которые нарушали сроки по долговым платежам или участвовали в соглашениях по пересмотру своей внешней задолженности после 1982 г. Чистых должников с нарушениями долговых обязательств в течение последних пяти лет стали выделять в особую группу «стран с трудностями в обслуживании долга», т. е. с просрочками и реструктуризациями долгов.

В 1980-е гг. в группу кризисных стран вошли 73 государства. Чистый приток валютных ресурсов в кризисные страны, включая поступления от экспорта товаров и услуг, кредитные и другие иностранные ресурсы, за вычетом погашения основного капитала и амортизационных платежей, к концу 1980-х гг. не достиг уровня 1981 г. Сокращение дефицита текущего платежного баланса с 84,5 млрд долл. в 1982 г. до 20,5 млрд долл. в среднегодовом исчислении за 1983-1988 гг. было результатом не расширения экспортных поступлений, а сокращения импорта.

Сокращение импорта средств производства, закупок сырья и материалов повлекло за собой снижение инвестиций, производства, ВВП, сокращение занятости, доходов и сбережений населения, средств на осуществление долговых платежей для поддержания кредитоспособности и получения новых заемных средств. Несмотря на масштабные операции по пересмотру задолженности, просроченные платежи кризисных стран по долгам к концу 1980-х гг. превысили 50 млрд долл. в год, а с 1983 г. начался чистый отток финансовых ресурсов, составивший к 1988 г. в совокупности 151,1 млрд долл.

Темпы роста ВВП кризисных стран резко снизились: в 1979-1980 гг. они составляли в среднем 5,3 % в год, в 1982-1988 гг. — 1,3 %; норма капиталовложений упала с 25,0 % в 1980 г. до 18,4 % в 1988 г. Кризис внешней задолженности перерос в общеэкономический кризис в обоих кризисных центрах — в Латинской Америке и в Тропической Африке, хотя эти регионы имеют различные сочетания структурных и конъюнктурных факторов экономического спада. В табл. 13.1 приведена классификация внешних долгов и платежей развивающихся стран по их платежеспособности за период 1985-2001 гг.

Таблица 13.1
Классификация внешних долгов и платежей
развивающихся стран по платежеспособности в 1985-2001 гг.¹

Внешние долги и платежи	Группы стран по платежеспособности			
	1985	1991	1997	2001
<i>Чистые кредиторы</i>				
Внешний долг, млрд долл.	52,2	70,7	57,7	76,8
В том числе по кредиторам:				
• официальный	11,2	14,5	5,4	4,5
• банковский	36,2	43,2	50,7	64,9
• другой частный	4,8	13,0	1,6	7,4
ОВД ² , млрд долл.	7,8	12,9	8,5	10,6
ВД/ВВП, %	12,4	6,9	19,3	22,2
ОВД/ЭТУ ³ , %	5,3	5,8	5,8	6,0
<i>Чистые платежеспособные должники</i>				
Внешний долг, млрд долл.	312,9	515,8	1057,3	1234,6
В том числе по кредиторам:				
• официальный	128,1	211,9	373,2	430,0
• банковский	124,1	191,9	288,3	317,2
• другой частный	60,6	112,0	395,7	487,4
ОВД, млрд долл.	45,7	68,2	181,1	206,7
ВД/ВВП, %	29,1	30,9	32,0	30,8
ОВД/ЭТУ, %	18,0	11,8	22,7	20,4

Источник: IMF. World Economic Outlook. - Wash., May 1993. - P. 183-189; October 2000. - P. 256-262.

² ОВД — обслуживание внешнего долга (платежи).

³ ЭТУ — экспорт товаров и услуг.

Внешние долги и платежи	Группы стран по платежеспособности			
	1985	1991	1997	2001
<i>Чистые должники с трудностями в обслуживании долга</i>				
Внешний долг, млрд долл.	575,2	768,9	749,8	824,2
В том числе по кредиторам:				
• официальный	183,0	353,2	406,9	433,0
• банковский	311,1	300,3	206,3	196,0
• другой частный	81,0	115,5	136,7	195,3
ОВД, млрд долл.	73,5	73,3	117,7	129,9
ВД/ВВП, %	51,8	50,8	42,4	45,6
ОВД/ЭТУ, %	35,6	27,6	39,3	33,8

На рубеже 1990-х гг. произошел перелом, многие латиноамериканские и некоторые африканские страны стали выходить из кризиса и вскоре восстановили экономический рост. Но и в 1990 г. 72 страны продолжали испытывать трудности в обслуживании внешнего долга. Доля кризисных стран в мировом ВВП составила 13,0 %, в мировом экспорте — 5,4 %. Их доля в совокупном внешнем долге развивающихся стран с 1985 по 1991 г. снизилась с 61,2 до 56,7 %, в платежах по обслуживанию долга — с 57,9 до 47,5 %, отношение платежей к экспорту товаров и услуг — опустилось до 27,6 %, в том числе процентных — до 15,0 %.

В группу развивающихся стран, избежавших потрясений долгового кризиса 1980-х гг., вошли 8 стран — чистых кредиторов, а также чистые должники, исправно выполнявшие свои обязательства по внешнему долгу. В 1985 г. доля 8 чистых кредиторов в мировом ВВП составила 2,4 %, в мировом экспорте — 4,3 %, в экспорте из развивающихся стран — 21,3 %, в совокупном долге развивающихся стран внешним кредиторам — 4,4 %. Помимо чистых кредиторов еще более 50 чистых должников пережили 1980-е гг. без дефолтов, преодолевая трудности долгового десятилетия самостоятельно. Среднегодовые темпы роста ВВП этих стран в 1982-1991 гг. составили 5,3 %, инфляции — 27,4 %, дефицит текущего платежного баланса к экспорту товаров и услуг — 4,7 %.

Внешний долг платежеспособных должников за 1985-1991 гг. увеличился на 65 %, отношение внешнего долга к ВВП оставалось на уровне 30 %, НОД снизилась до 11,8 %. В 1985 г. и в 1991 г. доля долгов официальным кредиторам составила 41 %. Изменения произошли в структуре долга частным кредиторам: удельный вес банковской задолженности снизился до 37 % за счет расширения заимствований на международном рынке долговых ценных бумаг, обязательства по которым стали преобладать в структуре внешнего долга платежеспособных должников с середины 1990-х гг.

Среди надежных стран-должников НИС ЮВ А добились наибольших успехов, в том числе и в самые тяжелые кризисные годы. Эти страны относительно легко преодолели первое повышение цен на нефть и в середине 1970-х гг. продолжали развиваться впечатляющими темпами. Но после второго нефтяного шока и осо-

бенно во время экономического кризиса (1979-1982 гг.) их темпы роста ВВП и экспорта снижались вплоть до 1985 г. Затем рост был восстановлен, и в 1982-1991 гг. среднегодовые темпы роста ВВП равнялись 8,1 %, что почти совпадало с темпами расширения внутреннего спроса. Среднегодовые темпы роста производительности труда в рассматриваемый период увеличивались на 7,8 %, занятость — на 2,6 %, инфляция — на 1,4 %, инвалютные резервы — на 15,1 млрд долл. в год. Чистый приток иностранных ресурсов в эти страны (с учетом оттока) за 1986-1991 гг. составил 6,2 млрд долл. в год, в том числе не образующих долгов — 3,4 млрд долл. (табл. 13.2).

Таблица 13.2

Среднегодовые показатели развития
новых индустриальных стран Юго-Восточной Азии в 1982-2001 гг.¹

Экономические показатели развития	Среднегодовые значения, %	
	1982-1991 гг.	1992-2001 гг.
ВВП	8,1	5,8
ВВП на душу населения	6,9	4,6
Внутренний спрос	8,3	5,1
Занятость	2,6	1,4
Инфляция	4,2	3,7
Почасовая оплата труда	13,2	7,4
Производительность труда	7,8	6,7
Экспорт товаров и услуг	10,9	10,3
Импорт товаров и услуг	11,4	9,2
Условия торговли ²	1,1	-0,7

Экспорт товаров и услуг из стран ЮВА с 1985 по 1991 г. увеличился в 2,8 раз и составил 300 млрд долл., совокупное активное внешнеторговое сальдо — 105 млрд долл. Экспорт южнокорейских товаров во второй половине 1980-х гг. ежегодно возрастал на 20 %, ВВП — на 12 %. Имея внешний долг в размере 32,3 млрд долл. и активное сальдо в торговле с США около 10 млрд долл., в 1988 г. Корея ежемесячно выплачивала 300-600 млн долл. по долгам. Годовые темпы прироста экспорта товаров из Сингапура в конце 1980-х гг. сохранялись на уровне 25-30 %. Такими же темпами расширился товарный экспорт Тайваня при среднегодовых темпах экономического роста за 1953-1985 гг. - 9 %, в 1986-1987 гг. - 11 %.

С 1987 г. активизировалась деятельность крупнейших компаний НИС ЮВА по вывозу предпринимательского капитала, большая часть которого приходилась на южнокорейские компании. В странах Южной, Юго-Восточной Азии и Латин-

ской Америки они создали десятки предприятий по выпуску обуви, одежды и других текстильных товаров. В Западной Европе были организованы предприятия по изготовлению электронных и электротехнических изделий, в Канаде — по производству легковых автомобилей и запасных частей к ним. Значительный рост инвестиций Тайваня в экономику США был обусловлен повышением курса тайваньского доллара к американскому доллару. Быстрыми темпами увеличивались тайваньские инвестиции и в соседние страны. За 1885-1991 гг. совокупное положительное сальдо текущего платежного баланса Тайваня, Южной Кореи, Гонконга увеличилось почти на 100 млрд долл., золотовалютные резервы Тайваня составили в 1987 г. 75 млрд долл., Южной Кореи — 9,8 млрд долл., Сингапура — 13,3 млрд долл.

НИС ЮВА второго поколения - страны — члены АСЕАН (Индонезия, Малайзия, Таиланд) - в 1980-х гг. испытывали серьезные платежные трудности, которые им удалось преодолеть. Индонезия входила в группу крупных должников с внешним долгом в размере 36 млрд долл. в 1985 г., в 1992 г. он составил около 60 млрд долл. Индонезия имела очень высокий показатель нормы обслуживания долга — около 30 % к экспорту товаров и услуг в 1985-1992 гг., но ей удавалось соблюдать установленный график платежей по обслуживанию долга, поддерживать и даже увеличивать высокую норму накопления капитала, которая в 1989 г. равнялась 35 % ВВП. Это свидетельствует о том, что привлекаемые внешние ресурсы эффективно использовались.

От долгового кризиса Индонезию спасали (до 1997 г.) не только доходы от нефти, но и жесткий государственный контроль над заимствованиями на международных финансовых рынках, а также предотвращение чрезмерного накопления краткосрочной задолженности, утечки капитала за рубеж и другие меры. Малайзия и Таиланд тоже относились к числу крупных должников среди развивающихся стран. Внешний долг Малайзии составил в 1985 г. — 12 млрд долл., в 1992 г. 15,0 млрд долл., Таиланда - 17,5 и 28,5 млрд долл. соответственно. Их нормы обслуживания долга в середине 1980-х гг. поднимались до 30 % и более. Платежеспособность этих стран долго не вызывала сомнений у кредиторов прежде всего из-за высоких темпов экономического роста. Среднегодовые темпы роста ВВП Малайзии в 1981-1990 гг. составили 5,2 %, Таиланда - 7,8 %.

Однако в разгар долгового кризиса эти страны испытали серьезные трудности, темпы роста ВВП и экспорта снизились, обеим странам грозил кризис ликвидности. Малайзия, не дожидаясь критического момента, в 1984 г. приняла собственную программу рефинансирования долга. Она разместила на международном рынке капиталов свои ценные бумаги, эмиссия которых обходится дешевле банковских кредитов. За счет полученных средств Малайзия досрочно погасила часть долга банкам и равномерно распределила платежи по его погашению. Подобную операцию провел и Таиланд. В середине 1980-х гг. он осуществил крупные эмиссии ценных бумаг на международном рынке и значительную часть полученных средств направил на рефинансирование долга.

Страны АСЕАН осуществили валютную диверсификацию своих внешних долгов, которые были выражены на 90 % в долларах. В 1984 г. Малайзия начала заимствовать в канадских долларах, затем она вышла на рынок евромарки. Более половины государственных облигаций Малайзия разместила в отличных от доллара

¹ Источник: IMF, World Economic Outlook. - Wash., October 2000.

² Соотношение экспортных и импортных цен.

валютах. Сдвиг в пользу иены оказался неудачным для стран АСЕАН, ибо их экспортная выручка была в основном в долларах, и при повышении курса иены на обслуживание неновых долгов приходилось направлять возросшую долю долларовых поступлений.

Таким образом, Индонезии, Малайзии и Таиланду удалось сохранить репутацию надежных заемщиков благодаря рациональной экономической политике и умелому управлению долгом. Важно и то, что еще в 1970-е гг. они твердо встали на путь экспорториентированной модели развития. Первоначально они сосредоточились на экспорте трудоемких и материалоемких изделий при поддержке экспорта сырья. К 1985 г. они увеличили экспортную квоту до 25-30 %, а Малайзия — до 50 %. Благодаря высоким темпам роста эти страны увеличили свою долю в мировом экспорте товаров и услуг: их совокупная доля, составившая в 1980-е гг. 1,9 %, к 1996 г. возросла до 3,3 %. К лидерам АСЕАН постепенно подтягиваются Филиппины, пережившие тяжелый долговой кризис в 1980-е гг.

13.2.3. Структура и динамика внешних долгов и платежей

В 1970-1982 гг. совокупный внешний долг развивающихся стран увеличивался в среднем на 20 % в год, и в 1982 г. он составил 795,6 млрд долл. В кризисные 1982-1993 гг. темпы роста внешнего долга замедлились, он возрос на 80 % и приблизился к 1,5 трлн долл. За 1994-1997 гг. прирост составил около 18 %, объем равнялся 1,9 трлн долл., за 1998-2001 гг. — 14,5 % и 2,14 трлн долл. соответственно. Нарастание внешнего долга в 1980-е гг. происходило в основном за счет государственной задолженности, включая суверенные долги правительства и гарантированные государством частные заимствования. В последующие годы ускоренными темпами увеличивалась негарантированная государством частная задолженность, что свидетельствовало об улучшении долговой ситуации. В совокупном внешнем долге развивающихся стран преобладают долгосрочные долги, доля которых в 1985-2001 гг. сохранялась на уровне 82-87 %.

В структуре задолженности по кредиторам произошли определенные сдвиги за рассматриваемый период. Удельный вес задолженности официальным кредиторам в 1985 г. составил 34,3 %, в 1991 г. он поднялся до 46,3 %, в 2001 г. — снизился до 40,1 %. В структуре задолженности частному сектору с 1985 г. по 1997 г. четко просматривается снижение доли задолженности банкам-кредиторам — с 50,1 до 24,1 %, но к 2001 г. она несколько увеличилась — 27,0 %. Доля заимствований из других частных источников, включая рынок долговых ценных бумаг, за 1985-1997 гг. поднялась с 15,6 до 28,7 %, в 2001 г. она составила почти треть.

Долговая нагрузка на экономику стран развивающегося мира не ослабевает. Отношение внешнего долга (ВД) к ВВП в 1985-2001 гг. сохранялось на уровне 32-34 %; его отношение к доходам от экспорта товаров и услуг (ВД/ЭТУ) в 1992-1993 гг. приближалось к 200 %, к 2000 г. снизилось до 140 %.

Текущие платежи по обслуживанию долга в 1985-2001 гг., за исключением 1989-1990 гг., имели устойчивую повышательную тенденцию. Обслуживание внешнего долга к экспорту товаров и услуг (ОВД/ЭТУ), оставалась на предельно допустимом уровне — 20 % и более, при этом в 1980-е гг. процентные платежи превышали амортизационные отчисления. В 1990-е гг. процентные платежи

оставались на уровне 8,5-9 % к экспорту товаров и услуг, амортизационные выплаты поднимались с 13,5 % в 1994 г. до 19,3 % в 1999 г.

Темпы увеличения внешней задолженности по регионам мало отличались: за 1985-2001 гг. внешний долг стран Африки и Латинской Америки увеличился в 2,1 и 2,2 раза соответственно, Азии — в 2,9 раза. За 1985-2001 гг. в структуре латиноамериканской внешней задолженности произошли существенные сдвиги. С 1985 по 2001 г. доля задолженности официальным кредиторам поднялась с 19 до 28 %, что свидетельствует о серьезных трудностях стран региона. Доля задолженности коммерческим банкам снизилась существенно — с 70 до 22,5 %, Доля обязательств Латинской Америки по заимствованиям у других частных кредиторов возросла в 4 раза и составила 46 %.

Международный рынок долговых ценных бумаг стал основным источником внешнего финансирования латиноамериканского региона. Долги по международным облигационным займам наиболее развитых стран Латинской Америки за 1991-1997 гг. увеличились в 7,4 раза и составили 53,5 млрд долл. Отношение внешнего долга региона к ВВП снижается, и в 2000 г. оно равнялось 38,6 %, однако показатели ряда стран были существенно выше: Аргентины — 52,6 %, Чили — 49,8 %, Колумбии — 44,2 %. Нагрузка региона по долговым платежам к доходам от экспорта товаров и услуг остается самой высокой в развивающемся мире. Несколько снизившись к 1994 г. (37,3 %), в конце 1990-х гг. она поднималась до 53-60 % и в 2001 г. составила более 44 % (табл. 13,3).

Таблица 13,3
Внешние долги и платежи
развивающихся стран по кредиторам и регионам в 1985-2001 гг.¹

Внешние долги и платежи	Развивающиеся страны по регионам			
	1985 г.	1991 г.	1997 г.	2001 г.
<i>Все страны</i>				
Внешний долг, млрд долл.	940,2	1355,4	1866,6	2137,2
<i>В том числе по кредиторам:</i>				
• официальный	322,2	579,6	785,3	867,4
• банковский	471,5	535,3	545,8	578,5
• другой частный	146,5	240,5	535,6	691,5
ОВД ² , млрд долл.	127,0	154,4	307,4	347,4
ВД/ВВП, %	36,1	32,2	34,7	34,7
ОВД/ЭТУ ³ \ %	20,9	14,4	24,7	22,0

Продолжение

¹ Источник: IMF. World Economic Outlook. - Wash., May 1993. - P. 183-189; October 2000. - P. 256-262.

² ОВД — обслуживание внешнего долга (платежи).

³ ЭТУ — экспорт товаров и услуг.

Таблица 13.3 (продолжение)

Внешние долги и платежи	Развивающиеся страны по регионам			
	1985 г.	1991 г.	1997 г.	2001 г.
<i>Африка</i>				
Внешний долг, млрд долл.	144,3	226,8	300,1	304,3
<i>В том числе по кредиторам:</i>				
• официальный	76,6	146,3	204,7	200,8
• банковский	53,0	63,2	38,7	37,4
• другой частный	14,7	17,4	56,8	66,0
ОВД, млрд долл.	21,2	24,8	28,5	36,1
ВД/ВВП, %	46,2	58,8	67,6	65,8
ОВД/ЭТУ, %	27,5	25,2	20,9	22,9
<i>Азия</i>				
Внешний долг, млрд долл.	249,4	410,8	641,6	717,7
<i>В том числе по кредиторам:</i>				
* официальный	101,8	181,2	267,2	325,0
• банковский	106,4	148,8	218,1	198,5
• другой частный	41,1	80,8	156,3	194,2
ОВД, млрд долл.	33,5	45,6	82,9	103,4
ВД/ВВП, %	24,2	25,4	29,2	26,4
ОВД/ЭТУ, %	14,1	7,7	14,8	14,2
<i>Латинская Америка</i>				
Внешний долг, млрд долл.	367,2	438,5	669,4	803,4
<i>В том числе по кредиторам:</i>				
* официальный	69,7	145,2	205,4	223,8
• банковский	255,9	241,4	164,4	180,8
• другой частный	41,6	52,0	299,6	398,8
ОВД, млрд долл.	52,5	53,9	156,9	165,5
ВД/ВВП, %	53,6	43,4	33,6	37,2
ОВД/ЭТУ, %	41,8	31,7	53,6	44,2

Крупнейшим должником в Латинской Америке является «большая тройка» (Аргентина, Бразилия, Мексика), на долю которой приходится более $\frac{2}{3}$ внешнего долга региона. Бразилия удерживает первое место в развивающемся мире по объему

внешнего долга, хотя его отношение к ВВП только к 1999 г. поднялось до 45 %, а до этого оставалось на уровне 22-30 % ВВП. Бразильский долг по отношению к экспортным доходам в конце 1990-х гг. в 1,5 раза превышал предельно допустимый показатель (200 %); платежи по процентам чрезмерны — в 1997 г. они составили 23,7 % к доходам от экспорта. Бразилия активно действует на международном рынке долговых ценных бумаг, где за 1993-1997 гг. ею выпущено 278 международных займов.

Внешний долг Мексики в 1995 г. поднимался до 60 % ВВП, в 2000 г. он снизился до 30 % ВВП. Серьезные долговые проблемы в течение долгих лет имеет Аргентина. Ее внешний долг по отношению к ВВП был самым высоким с конца 1970-х гг., и в конце 1980-х гг. он поднимался до 90 % ВВП, в 2000 г. составил около 53 % ВВП. Отношение аргентинского внешнего долга к экспортным доходам в 1990-х гг. составляло 300-400 %, процентные платежи к экспорту — 20-25 %, Тяжелая долговая ситуация сохраняется в других латиноамериканских странах. В Перу, например, показатели по внешнему долгу к ВВП и к экспортным доходам, а также по долговым платежам к экспорту стабильно превышают допустимые нормы.

В начале 1980-х гг. в Африке сложилась катастрофическая ситуация с ликвидностью в результате падения цен практически на всех сырьевых рынках. В дальнейшем ситуация мало изменилась. Африканский внешний долг возрастал опережающими по сравнению с другими развивающимися регионами темпами. За 1978-1983 гг. он увеличился вдвое, к 1997-2001 гг. он еще раз удвоился и превысил 300 млрд долл. В структуре африканского внешнего долга преобладают долги официальным кредиторам, доля которых увеличивается.

В 1985 г. она составила почти 54 %, в 1991 г. — около 60 %, в 2001 г. — 66 %. За 1985-2001 гг. долг официальным кредиторам увеличился в 2,6 раза, долг коммерческим банкам снизился абсолютно и относительно. Долги другим частным кредиторам увеличились в 4,5 раза и составили 66,0 млрд долл., или $\frac{1}{3}$ от общей суммы. Особенно тяжелая ситуация сложилась в странах Африки к югу от Сахары (АЮС), где расположены 32 беднейших государства с чрезмерной задолженностью, пользующиеся особыми льготами со стороны кредиторов.

Внешний долг стран АЮС увеличился за 1985-1989 гг. в 1,6 раза и составил около 100 млрд долл., к 1995 г. он возрос почти в 2,5 раза и на этом уровне остался в 2001 г., составив 83 % от всего африканского долга. Основными кредиторами стран АЮС являются официальные организации, их доля в составе долга АЮС в 2001 г. равнялась 67,5 %, доля банков — 7,3 %, других частных кредиторов — 25,1 %. Отношение внешнего долга АЮС к ВВП остается чрезмерным; долговые платежи по отношению к экспортным доходам держатся на предельном уровне (20 %/ЭТУ) и покрывались в основном за счет новых заимствований.

Официальные кредиторы и доноры оказывают существенную помощь африканским странам, но ситуация в регионе продолжает оставаться тяжелой, многие страны имеют чрезмерную задолженность при низком уровне доходов. Причины внутреннего и внешнего характера, приведшие к такому положению, имеют глубокие корни. Это прежде всего отсталая и несбалансированная структура африканской экономики, стратегия импортозамещения, ухудшение позиций в международном разделении труда. Гипертрофированный государственный сектор истощает бюджетные средства, тормозит эффективное использование внешних

ресурсов, которые в основном расходуются на закупки продовольствия и на содержание госаппарата.

В 1970-е гг. африканские страны стимулировали экономический рост за счет масштабных внешних заимствований при высокой конъюнктуре экспортных рынков, которая оказалась недолговременной. Страны региона расширили заимствования, однако рецессия сырьевых рынков затянулась, и объем доступного этим странам внешнего финансирования стал снижаться. К середине 1980-х гг. внешний долг африканских стран стал неуправляемым. Из стран, опиравшихся на торговый кредит, начался массовый отток финансовых ресурсов в коммерческие банки, и банковская задолженность несколько сократилась. Для региона в целом отток в западные банки был нейтрализован расширением официального финансирования.

Внешний долг стал основным препятствием на пути оживления экономического роста на континенте. В качестве существенного фактора обострения долгового кризиса в ряде стран АЮС, с точки зрения кредиторов, является отсутствие информации и целенаправленной единой политики в области заемных операций государственного сектора. Вследствие этого уровень и условия внешних заимствований контролировались слабо, финансируемые внешними кредитами проекты были технически плохо подготовлены.

Внешнее финансирование в странах АЮС осуществлялось преимущественно в форме проектных кредитов, слабо связанных с импортными потребностями этих стран. Дефицит необходимых импортных товаров обусловил недогрузку мощностей и сдерживал экономический рост. Неэффективность использования внешних ресурсов имеет два компонента — микроэкономический и макроэкономический — при ведущей роли второго. Страны АЮС не смогли создать более широкую и диверсифицированную экспортную базу и сократить импортные потребности за счет импортозамещения.

В странах Южной и Восточной Африки долговая ситуация в 1980-е гг. отличалась крайней неоднородностью, вместе с тем можно выделить ряд проблем, общих для всех стран субрегиона. Курсы национальных валют долгое время были значительно завышены, это усиливало импортную зависимость, тормозило развитие импортозамещающего производства, а также расширение как традиционных, так и новых экспортных отраслей. Повсеместным было нежелание урезать искусственно завышенный уровень потребления, достигнутые в результате кратковременного повышения сырьевых цен.

Меры экономии осуществлялись не за счет разумного снижения потребления, а за счет абсолютного или относительного снижения инвестиций, что тормозило экономический рост. Чрезвычайно низкая эффективность использования инвестиционных ресурсов проявлялась в перекосе инвестиций в пользу промышленности в ущерб сельскому хозяйству. В промышленности часто финансировались проекты, неэффективность которых была очевидной уже на стадии планирования. Сельское хозяйство испытывало также дискриминирующее воздействие ценового и валютного механизмов.

Распыленность капиталовложений, их слабая ориентация на внешний рынок, нехватка квалифицированных кадров, фаворитизм и государственное субсидирование привели к тому, что даже сравнительно простые виды промышленных

производств оказались неконкурентоспособными. По мнению представителей МБРР, гипертрофированный государственный аппарат эксплуатировал экономику в собственных интересах, искажая структуру цен и снижая рентабельность. Результатом было возникновение неэффективной и негибкой промышленной структуры, сильно зависящей от импортных факторов производства и неспособной конкурировать на международных рынках.

Отсюда и неспособность многих африканских стран справиться с кризисом внешней задолженности: экономика не смогла переориентироваться и обеспечить быстрое расширение экспорта. Таким образом, внутренними причинами кризиса внешней задолженности в Африке являются:

- * неправильная внутриэкономическая политика и слабость производственной структуры;
- * невнимание к сельскому хозяйству;
- чрезмерное расширение государственного сектора;
- * неэффективная ценовая политика;
- необоснованный акцент на создании новых производственных мощностей вместо реконструкции уже существующих.

Вместе с тем в развитии и углублении долгового кризиса в Африке большую роль сыграли внешние факторы. Среди них важнейшими в 1980-е гг. были: кризис в промышленно развитых странах, неэффективная система внешнего финансирования, просчеты в политике МВФ и Всемирного банка, которая отличалась жесткой обусловленностью. К тому же стабилизационные программы были слишком краткосрочными и рассматривались странами-должниками как нечто навязанное им против воли.

Кроме тяжелого бремени внешней задолженности экономику сахарского субрегиона обескровливают бегство капитала, общая сумма которого оценивается в 15 млрд долл. за 1990-е гг., а также недостаточность притока официальных ресурсов и их разворовывание. В 1985-1990 гг. сальдо чистых финансовых потоков между МВФ и странами АЮС складывалось в пользу Фонда. Безысходность ситуации в обширных зонах Африки вынудила официальных кредиторов/доноров к применению более адекватных ситуации мер по преодолению кризиса.

В начале 1980-х гг. Великобритания, Канада, Италия, ФРГ, Швеция, Финляндия списали долги менее развитым странам региона по линии официальной помощи развитию. В 1985 г. на сессии МВФ/МБРР особое внимание было уделено сокращению бремени двустороннего официального долга стран с низким уровнем дохода на душу населения. В 1987 г. на саммите «большой семерки» в Венеции ведущие кредиторы пошли на дальнейшее облегчение платежей по двусторонним официальным займам для беднейших стран: льготная отсрочка погашения кредитов была увеличена до 10 лет, общие сроки кредитования — до 20 лет.

Высокую внешнюю задолженность имеют арабские страны, особенно импортеры нефти. Положение арабских импортеров нефти во время долгового кризиса значительно ухудшилось, поскольку страны — экспортеры нефти не могли им оказывать такую помощь, как это было в 1970-е гг. Египет расходовал на обслуживание внешнего долга в середине 1980-х гг. более половины экспортных доходов.

В 1990-е гг. долговая нагрузка на экономику Египта, Иордании, Ливана несколько снизилась, но оставалась чрезмерной.

Экспортные доходы стран ОПЕК с 1980 по 1990 г. упали на 41 % и составили 180 млрд долл. Крупные экспортеры нефти из-за нехватки инвалютных ресурсов, необходимых для финансирования национальных программ экономического развития, вынуждены были заимствовать на международном рынке капиталов и сокращать объем своих чистых зарубежных активов. В результате этих операций зарубежные активы стран ОПЕК снизились с 350 млрд долл. в 1981 г. до 270 млрд долл. в конце 1985 г., при этом активы Саудовской Аравии сократились на 20 млрд долл.

В 1985 г. заграничные активы шести стран Персидского залива составили 205 млрд долл., в том числе Саудовской Аравии — 90, Кувейта — 80, ОАЭ — 20, Катара, Бахрейна, Омана вместе взятых — 15 млрд долл. Большая часть этих активов была представлена в форме банковских вкладов в американских долларах, **другая** часть — в иностранных государственных облигациях, 60 % из которых составили облигации казначейства США. Саудовская Аравия, Иран, Ирак являются крупными получателями официальных экспортных кредитов, сумма которых в 1999 г. составила соответственно 8,5; 8,8 и 9,2 млрд долл., долги по которым преобладают в общем **внешнем** долге этих стран. Большие долги по экспортным кредитам имеют и другие страны — экспортеры нефти, в том числе Алжир (14,3 млрд долл.), Венесуэла (5,8 млрд долл.), Индонезия (23,2 млрд долл.).

В азиатском регионе крупнейшим неплатежеспособным должником были Филиппины с долгом в 28,1 млрд долл. в 1986 г., который возросло 52,0 млрд долл. к 1999 г. Большие внешние долги имели Южная Корея (35,6 млрд долл. в 1987 г.) и другие НИС ЮВА, которые активно привлекали иностранные ресурсы, но не допускали просрочек по платежам. В начале 1990-х гг. Корея оставалась крупным чистым должником с балансом внешней задолженности в размере 10 млрд долл. в 1994 г., однако ее государственный долг едва превысил 10 % ВВП, а государственный долг Сингапура приблизился к критической отметке — 70 % ВВП.

13.3. Планы и практика преодоления долгового кризиса

13.3.1. Первый этап управления кризисом (1982 — октябрь 1985 г.)

В 1982 г. резко возросшие трудности с платежами по финансовым обязательствам вынудили 18 развивающихся государств обратиться к кредиторам с просьбой об отсрочке погашения основной суммы долга. Общая сумма отложенных платежей составила более 30 млрд долл. Первоначально кредиторы полагали, что страны-должники испытывают временные платежные трудности, связанные с нехваткой ликвидности из-за высоких процентных ставок в США и сокращения экспортных доходов. Исходя из этого, главная задача политики кредиторов заключалась в переоформлении долговых платежей, чтобы избежать банкротства банков-кредиторов.

Масштабы кризиса задолженности, поставившие под угрозу систему международного кредита, заставили кредиторов искать пути ее урегулирования. Антикризисные мероприятия были разработаны в кратчайшие сроки и проводились МВФ и МБРР, а также крупнейшими коммерческими банками Запада. Уже в начале 1984 г. координатором процесса рефинансирования, или конверсии долга, был опреде-

лен МВФ, без санкции которого другие кредиторы, включая Парижский и Лондонский клубы, банковские консорциумы и ТНБ, не могли заключать соглашения с должниками. Усилилось давление на должников со стороны международных кредитных организаций, частных банков, а также американской администрации.

Министерство финансов США пригрозило экономическими санкциями странам, отказавшимся выполнять свои финансовые обязательства. Был опубликован список американских товаров, которые могли стать дефицитными в странах-должниках, если те просрочат платежи. В то же время кредиторы вынуждены были искать компромиссы. С середины 1984 г. начались регулярные переговоры между должниками и кредиторами о рефинансировании долга, изменении его структуры, об отсрочке его выплаты, пересмотре условий амортизационных платежей и по другим вопросам, связанным с задолженностью. Согласно процедуре, МВФ контролирует политику и практическую деятельность стран-дебиторов, при этом он не несет прямой ответственности за дальнейшее упорядочение их **экономики**.

Операции западных банков в развивающихся странах сократились, наметился более селективный подход к потенциальным заемщикам, ужесточились условия предоставления средств. Многие крупные государства с высокой внешней задолженностью, в том числе Бразилия и Мексика, встретились с большими трудностями в получении новых частных кредитов на международном рынке.

Возникшая угроза полного прекращения платежей и дестабилизации банковской системы вынудила кредиторов оказать должникам срочную финансовую помощь. Бразилия получила 7,1 млрд долл., в том числе краткосрочный кредит от США в размере 4,9 млрд долл., долгосрочный кредит от МВФ и Банка международных расчетов (БМР) — 1,2 млрд долл. МВФ и БМР предоставили Аргентине более 2,5 млрд долл. для погашения задолженности; Мексике — 5,75 млрд долл. Крупнейшие частные кредиторы тоже предоставили новые займы «большой тройке» Латинской Америки.

Переоформление долгов и предоставление новых кредитов были обусловлены — страны-реципиенты должны были принять программы приспособления (*adjustment*) МВФ, которые включали ряд обязательных положений:

- ограничение совокупного спроса посредством введения ограничительной денежной и фискальной политики, основанной на сокращении правительственных расходов, с целью стабилизации инфляции;
- девальвация национальной валюты для повышения международной конкурентоспособности товаров;
- проведение рыночных реформ, в том числе сокращение субсидий на продовольствие, снижение торгового протекционизма, осуществление приватизации государственных промышленных предприятий для получения дохода и повышения их экономической эффективности;
- отмена потолка процентных ставок для перераспределения скудных финансовых средств и поощрения внутренних сбережений.

Главными целями инициированных кредиторами реформ, сочетающих снижение совокупного спроса и повышение конкурентоспособности за счет девальвации, были улучшение текущего платежного баланса и выполнение обязательств по обслуживанию внешнего долга. В краткосрочном периоде такие мероприятия резко

снижают импорт и темпы экономического роста вплоть до отрицательных значений; снижают жизненный уровень населения, увеличивая безработицу и цены на основные потребительские товары, включая продовольствие.

В 1983-1985 гг. 17 латиноамериканских стран подписали соглашение с МВФ. Программы МВФ были индивидуальными, но все они включали комплекс довольно жестких мероприятий, направленных на сокращение бюджетного и платежного дефицитов, а также ограничение экономической роли государства; сокращение государственного сектора и социальных расходов; ограничение внутреннего потребления в целях расширения экспорта и закупок иностранных товаров; поддержание активного торгового баланса; проведение девальвации; поднятие процентных ставок; создание благоприятных условий для иностранного капитала и др.

Сущность политики МВФ состояла в расширении частного предпринимательства в принимающих странах, в допущении транснационального капитала, в создании экономики, адекватной условиям и потребностям современного хозяйства. Под бременем задолженности, по существу насильственными методами началось осуществление перестройки экономики развивающихся стран. Абсолютное большинство развивающихся стран приняли условия МВФ по осуществлению стабилизационных мер, хотя далеко не все оказались в состоянии их выполнять. Тем не менее последствия западной политики урегулирования начали проявляться в децентрализации и разгосударствлении экономики.

Пытаясь противостоять давлению со стороны кредиторов, латиноамериканские государства предприняли попытки выработать единую позицию по вопросу об урегулировании внешней задолженности и скоординировать усилия в этой области. С этой целью И стран — крупнейших должников, вошедших в Картахенскую группу, провели в 1984-1985 гг. ряд совещаний, где они выработали развернутую программу урегулирования долгового кризиса и восстановления экономического роста. В комплекс предложений вошли:

- ослабление протекционизма развитых стран для расширения погашения долгов поставками товаров;
- снижение процентных ставок;
- корректировка ежегодных выплат по задолженности в зависимости от величины и динамики экспортной выручки;
- расширение официальной помощи и долгосрочных коммерческих займов, необходимых для финансирования импорта;
- создание специальных фондов для субсидирования процентных выплат;
- увеличение доступа на рынки облигационных займов и к ресурсам МВФ при одновременном облегчении условий кредитования.

Обеспокоенные активизацией совместных действий крупных должников, правящие и финансовые круги Запада пошли на определенные уступки. Так, в середине 1984 г. Мексика получила 14-летнюю отсрочку погашения долгосрочной задолженности; в 1985-1990 гг. выплаты по долгам были сокращены в 4,2 раза, а погашение оставшейся части долга начиналось только в 1990 г. Об отсрочке погашения своей задолженности договорились Аргентина, Бразилия, Венесуэла.

На начальном этапе долгового кризиса должники осуществляли выплаты, ограничивая импорт и наращивая экспорт за счет уменьшения внутреннего потребления и инвестиций. Основной формой урегулирования внешней задолженности служило продление сроков, т. е. перенос долга, который оформлялся как новый среднесрочный кредит без прерывания выплаты процентов и при некотором улучшении других условий выплат. Новые кредиты предоставлялись в ограниченном объеме. Кредиторы не только опасались, но и не могли предоставлять новые кредиты ненадежным должникам, ибо их возможности были ограничены низким уровнем накопленных ими резервов по отношению к объему выданных кредитов.

Главной задачей менеджмента в первые годы долгового кризиса было обеспечение финансовой стабильности банков-кредиторов и предотвращение дефолта стран-должников, угрожающего банковской системе развитых стран. Интересам кризисных стран уделялось мало внимания; не учитывалось и то, что дополнительное «невольное» финансирование при переоформлении долгов налагалось на уже имеющийся большой долг, увеличивая его.

Первоначальная характеристика кризиса как временного и ликвидного была ошибочной, он оказался более серьезным и длительным. Кризисные страны испытывали большие трудности. Практически они не получали нового банковского кредитования, им предоставлялись средства для осуществления долговых платежей. Основные усилия кредиторов сводились к бесперебойному получению процентных платежей. МВФ предлагал странам-должникам меры жесткой экономии. Ограничение импорта и снижение спроса в странах-должниках сдерживали экспорт из развитых стран; сбыт американских товаров в странах Латинской Америки в 1981-1984 гг. снизился на одну треть.

13.3.2. План Бейкера и другие (октябрь 1985 — март 1989 г.)

Вторая половина 1980-х гг. прошла в поиске выхода из долгового кризиса. В эти годы были разработаны и реализованы официальные планы урегулирования задолженности, опробованы рыночные механизмы снижения долгового бремени, начались экономические преобразования, направленные на создание адаптированной экономики. В октябре 1985 г. министром финансов США Дж. Бейкером была объявлена трехлетняя «Программа устойчивого роста», получившая название «план Бейкера». В плане признавалась необходимость проведения торговой либерализации, предлагались сокращение государственных расходов, ослабление регулирования импорта капитала, обеспечение экономического роста и увеличение притока финансовых ресурсов в кризисные страны.

Предусматривалось совместное участие развитых государств, международных финансовых институтов и коммерческих банков в кредитовании 15 крупнейших стран-должников. Общая задолженность этих стран в 1985 г. составила 418,4 млрд долл. (52,5 % ВВП), на их долю приходилось 44,5 % совокупного внешнего долга развивающихся стран, в том числе долг этой группы должников коммерческим банкам равнялся 280,1 млрд долл. Платежи по обслуживанию долга 15 должников составили 41 % от экспорта товаров и услуг, в том числе процентные платежи — более 28 %.

В соответствии с планом Бейкера усиливалась роль МВФ и Всемирного банка в содействии экономическому росту посредством дополнительного финансирова-

ния. Коммерческие банки предоставляли 15 крупнейшим должникам 20 млрд долл. в течение 1986-1988 гг.; еще 20 млрд долл. должники получали от многосторонних кредиторов, в основном от Всемирного банка и Межамериканского банка развития. Важная роль отводилась МВФ, который увязывает предоставление ресурсов с определенными условиями. От принимающих стран требовались повышение доли частного сектора в экономике, приватизация государственных предприятий, снижение налогов на частное предпринимательство, снижение таможенных барьеров и открытие внутреннего рынка для западных товаров и транснационального капитала.

Совершенно очевидно, что речь шла о навязывании развивающимся странам определенной модели развития, означающей укрепление механизмов рынка и свободного предпринимательства в этих странах, еще большее втягивание их в систему мирового хозяйства, в орбиту политических и экономических интересов Запада. Автор плана неоднократно подчеркивал, что долговой кризис угрожает интересам США, подрывает стабильность банковской системы Запада. Задача плана состояла в том, чтобы, несколько облегчив валютно-финансовое положение крупнейших должников, обеспечить непрерывность выплаты ими процентов банкам-кредиторам. Первым опытом практической реализации плана Бейкера была программа для Мексики.

Программа предусматривала предоставление Мексике в 1986-1987 гг. новых займов на сумму 12,5 млрд долл., из которых 6,5 млрд долл. должны были выделить официальные кредиторы, а 6,0 млрд долл. — коммерческие банки. Программа была нацелена на поддержание 3-4 %-ных темпов роста мексиканской экономики и привлечение дополнительных займов на общую сумму 500 млн долл. для стимулирования государственных инвестиций и новых кредитов в случае снижения базовой цены на нефть ниже 9 долл. за 1 барр. В соответствии с договоренностью Мексике была предоставлена 7-летняя отсрочка на выплату части долга, которая затем погашалась в течение 20 лет.

План Бейкера в некоторой степени отошел от дефляционных предписаний МВФ начала 1980-х гг. В нем признавалась необходимость экономического роста в качестве условия решения платежных проблем развивающихся стран и предоставления им новых долгосрочных займов. Но он не мог оказать существенного воздействия на решение проблемы задолженности, ибо выделенных средств было явно недостаточно даже для покрытия процентных платежей крупнейших должников за 1986-1988 гг. В 1989 г. темпы экономического роста Аргентины и Венесуэлы были отрицательными, а в Бразилии и Мексике составили 3 %; инфляция достигла максимальных значений: в Аргентине 3080 %, в Бразилии 1287 %, в Венесуэле 84 %, в Мексике 20 %. Долг 15 стран-должников банкам-кредиторам к 1988 г. снизился до уровня 1985 г.; долговые платежи превышали 40 % от экспортных доходов.

Кроме плана Бейкера, в 1980-е гг. развитые страны разрабатывали и осуществляли и другие планы оказания помощи и урегулирования задолженности развивающихся стран. Со второй половины 1980-х гг. начало возрастать официальное финансирование развивающихся стран со стороны Японии. Принимающим странам предоставлялись на двусторонней и многосторонней основе неновые кредиты. В 1986 г. объем государственной помощи Японии на двусторонней основе соста-

вил около 4 млрд долл. В 1986-1988 гг. японские власти предоставили международным финансовым организациям около 10 млрд долл., в том числе МБРР — 2,5 млрд долл., МВФ — 3,6 млрд долл., МАР и Азиатскому фонду развития — 2,6 и 1,3 млрд долл.

В конце 1980-х гг. по объему помощи развивающимся странам Япония вышла на первое место в мире, опередив США. В 1989 г. было создано Общество содействия международным кооперационным проектам с целью финансирования прямых японских инвестиций в развивающиеся страны, причем часть экспортной продукции созданных предприятий должна была направляться в Японию. Речь шла об осуществлении крупных проектов в области инфраструктуры, нефтехимии, целлюлозно-бумажной, металлургической промышленности, гостиничного строительства в странах Латинской Америки и Азии. Кроме этого, Япония предоставляла торговые преференции на 145 позиций промышленных товаров странам Азии, Африки и Латинской Америки, а 37 наименее развитым из них были предоставлены дополнительные льготы.

За 1978-1988 гг. ФРГ списала долги наименее развитым странам, в основном африканским, на общую сумму 7,5 млрд марок. Объем официальной помощи ФРГ развивающимся странам в 1989 г. составил более 7 млрд марок, из них двусторонняя помощь — 4,5 млрд марок. В том же году были введены более льготные условия предоставления ресурсов развивающимся странам; безвозвратные ссуды; кредиты на 30 лет с 10-летним льготным периодом по 2 %-ной ставке, кредиты на 40 лет с 10-летним льготным периодом по 0,75 %-ной ставке.

В 1987 г. решением английского парламента были снижены процентные ставки по кредитам африканским странам, открылись возможности для переговоров об уступках и другим странам Африки, Карибского бассейна и Тихого океана (АКТ) — ассоциированным членам ЕС. Французские государственные банки увеличили свои кредиты развивающимся странам в самый разгар кризиса в 1983-1985 гг., а французское правительство призывало облегчить бремя задолженности и предложило разработать программу помощи типа плана Маршалла.

С середины 1980-х гг. получают распространение конверсии долгов, их продажа на вторичном рынке. Под конверсией понимаются все способы, обеспечивающие замещение внешнего долга другими видами обязательств, менее обременительными для должника. Возможны конверсия долга в инвестиции, погашение товарными поставками, обратный выкуп долга самим заемщиком на особых условиях, обмен на долговые обязательства третьих стран, взаимозачет и др. Должник ожидает от конверсии притока новых кредитов. Он должен быть убежден в том, что в результате конверсии произойдет немедленное сокращение платежей по обслуживанию долга, увеличится приток иностранных инвестиций, улучшится платежный баланс. В подобных случаях страны-кредиторы обычно предусматривают предоставление новых кредитов, списание части долга.

В тех случаях, когда погашение долгов в полном объеме маловероятно, конверсия предоставляет возможность частичной компенсации и осуществления зарубежных инвестиций при минимальных валютных расходах и нередко на выгодных для инвестора условиях (льготный режим вывоза прибылей, инвестирование в самые прибыльные отрасли хозяйства, доступ на закрытые рынки и др.). Выигрыш кредитора зависит от уровня скидок, финансовых условий инвестирования,

типа задолженности, используемого в ходе конверсии валютного курса или существующей разницы между официальным курсом и ставками «черного рынка», характерного для развивающихся стран. Конверсия в инвестиции обычно сопряжена с потерями для банков и с выигрышем для инвесторов и стран-должников. Это создает определенные стимулы для роста предпринимательских инвестиций из страны-кредитора за счет долговых обязательств.

Предприниматель, нуждающийся в иностранной валюте для приобретения акций, скупает у банка долговые обязательства со скидкой, а конвертирует средства по номиналу. Иногда банки — держатели долговых обязательств сами становятся акционерами предприятий. Конверсия долговых обязательств в акции в дальнейшем получила распространение, что, в свою очередь, способствовало росту производства в странах-должниках. Конверсия долгов в инвестиции расширяет практику поглощений и слияний предприятий. Успех конверсии может повысить платежеспособность должника и курс его долговых обязательств на вторичном рынке.

С 1980-х гг. формируется рынок вторичных долговых обязательств развивающихся стран, где банки-кредиторы могут продать долговые обязательства третьей стороне, в основном другим коммерческим банкам, по сниженной цене. Однако объем операций на этом рынке долго оставался незначительным, ибо эти обязательства продаются со значительной скидкой от номинала и сопряжены с существенными убытками для кредитора. В первые годы функционирования этого рынка в качестве продавцов выступали мелкие и средние банки. Крупные банки воздерживались от больших предложений долговых обязательств, опасаясь снижения их курса и серьезных потерь. По мере накопления резервов крупные банки стали более решительно освобождаться от безнадежных долгов.

С помощью вторичного рынка происходит частичное списание долга. Покупатель, приобретая долговые обязательства со скидкой, не рассчитывает на полное погашение задолженности по номиналу, хотя такие случаи известны. Эффективность конверсии зависит от того, в каком соотношении кредитор и должник делят скидку. При выкупе долговых требований самим должником по курсу вторичного рынка скидка полностью достается должнику. Продажа долгов с большой скидкой от номинала позволяет иностранным и национальным инвесторам приобретать государственные и частные предприятия и банки по сниженным ценам.

Вторичный рынок долгов позволяет ТНК проделывать весьма прибыльные операции, сведения о которых иногда просачиваются в печать. Например, стало известно, что *Fiat* купил бразильский долг с большой скидкой и предъявил долговые обязательства в Центральный банк, который зарегистрировал их как новое капиталовложение и выдал местную валюту по номинальной стоимости долга. Аналогичную операцию осуществила японская компания в Мексике, американская в Чили и т.д.

Динамика вторичного рынка долгов и цен показывает, что за вторую половину 1980-х гг. объем рынка увеличился в 6-8 раз и составил в 1988 г. 30-40 млрд долл., при этом цены устойчиво снижались и к 1989-1991 гг. опустились до минимальных величин. В эти годы за 1 доллар по номиналу долговых обязательств Аргентины давали 18 центов, Бразилии — 28-22 цента, Венесуэлы — 33-49 центов, Мексики — 33-44 цента. В 1987 г. цена на долговые обязательства Перу опускалась до 5-7 центов за 1 доллар, Чили — 60-61 цент, Эквадора — 33-36 центов.

Вторичный рынок долгов получил наибольшее развитие в крупных странах Латинской Америки, но и в афро-азиатских странах осуществлялись операции с долговыми обязательствами. Первый аукцион в Нигерии, например, состоялся в 1988 г., где долговые обязательства продавались в 4-5 раз ниже их номинальной стоимости. Во многих афро-азиатских странах осуществлялась широкая конверсия долговых обязательств в инвестиции в сельское хозяйство, в обрабатывающую промышленность, горнодобывающую, туризм, гостиничный бизнес и т.д.

Банки-кредиторы увеличили свои резервы для компенсации потерь от реструктуризации долгов развивающихся стран. В мае 1987 г. вслед за бразильским мораторием крупнейший американский банк *Citicorp* объявил о создании резерва в объеме 3 млрд долл. Его примеру последовали другие банки США и Европы. Создание специальных запасов для страхования от потерь в развивающихся странах прочно вошло в практику международных банков, что снизило банковскую прибыль, дивиденды акционеров и явилось важным подготовительным шагом к прощению или списанию долгов несостоятельным должникам.

В 1980-е гг. с приватизации государственных промышленных и иных предприятий, а позднее и банков начался болезненный масштабный процесс системно-структурного реформирования экономики развивающихся стран. В приватизации активно участвовал иностранный, а также местный национальный капитал, особенно в странах Латинской Америки. В 1984-1986 гг. около четверти прямых иностранных инвестиций, направленных в Латинскую Америку, приходилось на конверсионные долги. Именно в этом регионе большой размах приобрел процесс капитализации долга, т. е. превращения долговых обязательств в частные инвестиции. Приватизация охватила все страны развивающегося мира.

Во многих из них правительства разрабатывали и осуществляли меры для привлечения иностранного капитала. Расширились списки отраслей, в которые допускался иностранный капитал; снижались налоги на корпорации, продлевался льготный период по уплате налогов, облегчался доступ иностранных вкладчиков к местным финансовым ресурсам, иностранным компаниям предоставлялись национальный режим и другие льготы. Одновременно ухудшились условия для государственных предприятий, сократилось их субсидирование. В результате доля государственного сектора снизилась, в том числе и в тех странах, где он занимал сильные позиции. В частности, в Мексике, где был крупнейший государственный сектор среди развивающихся стран, на конец 1986 г. число государственных предприятий сократилось в 1,5 раза по сравнению с 1982 г.

Процесс конверсии долгов, денационализации и привлечения иностранного капитала охватил также многие афро-азиатские страны. Примером успешной реализации программы конверсии долгов в Африке может служить опыт Нигерии, где за 1988-1990 гг. в ходе аукционов было инвестировано в национальную промышленность, гостиничный бизнес, туризм более 200 млн долл., что уменьшило внешний долг страны. В Замбии, Либерии, Того и других странах было принято новое инвестиционное законодательство, содержащее перечень налоговых и валютных льгот иностранным и частным инвесторам, были сокращены субсидии государственным предприятиям, продавались акции государственных компаний, были отменены государственные субсидии на пшеницу и бензин, замораживались государственные социальные расходы.

В Кении была принята концепция **экономического** развития страны до 2000 г., предусматривающая децентрализацию и денационализацию производства, расширение частного сектора, облегчение доступа иностранных компаний к заемным средствам на внутреннем рынке, ослабление контроля над ценами на товары не первой необходимости. Существенно поднялась роль частного сектора в Саудовской Аравии, где в соответствии с планом экономического развития и правительственной программой осуществлялась приватизация государственных предприятий, было облегчено кредитование средних и мелких местных предпринимателей.

В 1980-е гг. значительно расширилось создание экспортноориентированных промышленных зон с особо льготным режимом для иностранного капитала, их количество многократно увеличилось. В наиболее развитых странах «третьего мира» шла острая борьба между иностранным и местным капиталом за капитализацию долгов. Национальные компании Бразилии, Мексики, Чили, Филиппин и другие скупали государственные и частные долги своих стран, обращая их в прямые инвестиции. Только в Бразилии были осуществлены подобные операции на сумму 6,5 млрд долл. в 1988 г. Операции по капитализации долга привели к повышению доли прямых иностранных инвестиций в ВВП развивающихся стран, усилились позиции и национального капитала.

Проводимые под давлением МВФ жесткие мероприятия по сокращению импорта, стимулированию экспорта путем ограничения внутреннего спроса и поднятия цен дали определенные результаты в ряде стран: сократился дефицит торгового баланса и даже образовалось активное сальдо при общем снижении товарооборота. Однако существенного оживления деловой активности и экономического роста в большинстве стран-должников не произошло, жизненный уровень населения продолжал снижаться.

13.3.3. Антикризисные концепции и программы стран-должников

В 1980-е гг. внешняя задолженность находилась в эпицентре общественной жизни развивающихся стран. В правительственных, научных, профсоюзных и других кругах, в региональных, международных объединениях и группировках стран развивающегося мира вырабатывалась совместная позиция в отношении планов и практики урегулирования внешнего долга. Шел поиск возможных путей решения проблемы, ослабления экономической уязвимости и угрозы экономического и политического диктата Запада. Оппозиционные круги во всех странах, попавших в кризис, выступили против навязанных МВФ мероприятий, ведущих к повышению цен на продукты питания и услуги, к росту безработицы, обострению социальных противоречий. Во многих странах прокатились волны протеста против давления МВФ. «Хлебные бунты» были отмечены в Тунисе и Марокко, широкие народные демонстрации, поддержанные профсоюзами, прошли в других странах Африки и Латинской Америки.

Пришедшие к власти на волне народного протеста в 1980-х гг. либеральные правительства в ряде стран Латинской Америки пытались противостоять МВФ и разработать национальную стратегию выхода из кризиса. Они устанавливали лимиты выплат по обслуживанию долга, вводили мораторий на выплату долгов, ограничения на их капитализацию и др. Их поддержали некоторые африканские страны, в том числе Нигерия, Замбия. В целях урегулирования задолженности

и снижения инфляции в июне 1985 г. правительство Аргентины разработало план, основанный на создании новой денежной единицы (аустраль) с фиксированным курсом по отношению к доллару, на строгом ограничении бюджетных расходов, замораживании цен и заработной платы. «План аустраль» был взят за основу правительством Перу при разработке новой экономической политики.

Цели «плана аустраль» состояли в переходе от стабилизации к экономическому росту, в увеличении производства сельскохозяйственной продукции, в расширении внешних рынков. В плане предусматривались также увеличение кредитования частного сектора, поощрение экспорта, сокращение дефицита государственного бюджета до 2,9 % ВВП, снижение темпов инфляции до 26 %. Была намечена передача частному сектору ряда государственных предприятий, в том числе крупнейшего в стране металлургического комбината и двух нефтехимических заводов. Осуществление «плана аустраль» не дало ощутимых результатов в повышении уровня международной платежеспособности страны. Однако ВВП Аргентины в 1986 г. возрос на 5,5 %, выпуск промышленной продукции увеличился на 12 %, инфляция снизилась до 90 % (в 1985 г. — 672 %). Успехи оказались кратковременными: уже в 1987 г. рост замедлился, в 1988-1990 гг. он был отрицательным, инфляция быстро возрастала.

В 1985 г. президент Перу заявил, что страна не в состоянии одновременно выплачивать огромные суммы долга и поддерживать хотя бы минимальные темпы экономического роста. С аналогичным заявлением выступили Филиппины, Бразилия, Венесуэла. Правительство Перу в одностороннем порядке ограничило выплаты по долгу 10 % экспортной выручки; национализировало филиал американской корпорации «Белко петролиум», руководство которой систематически уклонялось от уплаты налогов; отсрочило подписание контрактов с другими нефтяными компаниями, не выполнившими свои инвестиционные обязательства; ограничило деятельность иностранных компаний в цементной, молочной, маслодельной и других отраслях пищевой промышленности.

Перуанское правительство прекратило платежи по международным банковским долговым обязательствам, ограничив их выплатами МВФ и МБРР; в одностороннем порядке изменило уровень процентной ставки по некоторым видам задолженности. В 1986 г. оно ввело на два года запрет на перевод за границу амортизационных отчислений, дивидендов, доходов от продажи акций и ликвидации предприятий; оно проводило мероприятия по снижению долларизации экономики страны. Мероприятия перуанского правительства дали положительные результаты кратковременного характера.

В 1986 г. ВВП Перу вырос на 8,5 %, производство обрабатывающей продукции — почти на 15 %; темпы роста строительных работ и импорта, особенно потребительских и промежуточных товаров, составили около 30 %. В 1987 г. президент Бразилии ввел мораторий на выплату процентов, поскольку его правительство не сочло возможным оплачивать долги голодом народа. Президент ограничил свободу действий иностранных кредиторов по операциям конверсии долга в риск-капитал. Риск-капитал мог быть репатрирован лишь через 12 лет; перевод прибылей и дивидендов осуществлялся по правилам, которые могли быть изменены Центральным банком без согласия вкладчика; кроме того, половина капитала должна быть вложена в определенные сферы бразильской экономики.

Кредиторы приняли жесткие меры в отношении латиноамериканских и других оппозиционеров. В ответ на действия перуанского правительства в 1986 г. МВФ, Экспортно-импортный банк США, иностранные частные банки прекратили предоставление Перу новых кредитов, а Межамериканский банк развития приостановил выплаты в счет ранее предоставленных. США усилили нажим на Аргентину, настаивая на том, чтобы она снизила таможенные барьеры, шире распахнула двери иностранному капиталу, ослабила госсектор. Американская администрация оказывала давление даже на небольшие государства Африки, Азии, принуждая их отменить субсидии на экспорт товаров на американский рынок, ослабить протекционизм для товаров из США на своих рынках и т. п.

Несмотря на нажим Запада, в середине 1980-х гг. участились случаи, когда та или иная страна в нарушение указаний МВФ, даже при росте экспортных доходов, старалась не идти на резкое ограничение импорта в целях поддержания экономического роста и потребления населения. Вопреки рекомендациям МВФ Бразилия, Мексика и ряд других стран несколько ослабили дефляционные ограничения и расширили государственные расходы. Это позволило активизировать деловую активность, увеличить занятость, но одновременно привело к ухудшению платежных балансов и усилению инфляции.

В разработке концепции урегулирования задолженности, поиске новой модели развития наиболее продвинулись представители Латинской Америки, поскольку именно на этом континенте проблема долга приобрела острые формы и затронула не только бедные, но и наиболее продвинутые крупные страны. По инициативе латиноамериканских профсоюзов было проведено несколько конференций. Наиболее представительной из них явилась гаванская встреча (июль 1985 г.), где был дан всесторонний анализ задолженности. Обсуждались различные предложения, в том числе и самые радикальные. По мнению Ф. Кастро, задолженность Западу должна быть списана, так как ТНЕ уже возвратили капиталы, предоставленные латиноамериканским странам. Он призвал создать клуб должников и объявить всеобщую стачку; добиваться, чтобы западные державы взяли на себя обязательство перед частными банками выплатить общую сумму долга развивающегося мира.

Большую работу проводила Картахенская группа. В декабре 1985 г. участники совещания на уровне министров этих стран предприняли попытку выработать предложения по облегчению долгового бремени с учетом резкого снижения уровня жизни населения латиноамериканских стран. Эти предложения включили, в частности:

- увеличение ежегодного прироста заемных средств до 3,5 %;
- снижение реальных процентных ставок по кредитам;
- замораживание общей суммы неоплаченных долгов с целью прекращения их искусственного роста;
- ограничение платежей по задолженности в зависимости от экспортной выручки;
- увеличение объема финансовых ресурсов МВФ, расширение кредитов МБРР и региональных банков развития.

В 1987-1988 гг. участники Картахенской группы неоднократно предлагали развитым странам ограничить перевод ресурсов из развивающихся стран, расширить

закупки их экспортной продукции, устранить протекционизм в отношении импорта из стран-должников. Секретариат ЭКЛА, рассмотрев западные методы решения проблемы, пришел к выводу, что они не создают предпосылок для выхода из кризиса. В документе Латиноамериканской экономической системы (ЛАЭС), в разработке которого участвовали 100 экспертов международных экономических организаций, подчеркивается, что латиноамериканский внешний долг не может быть выплачен, он может только увеличиваться.

Участники симпозиума в Буэнос-Айресе (Аргентина, 1986 г.), в котором приняли участие представители латиноамериканских стран и организаций, призвали страны континента разработать совместную стратегию перед лицом непрекращающегося давления МВФ и западных кредиторов. Они также потребовали списать долги стран, находившихся в наиболее бедственном положении, указали на необходимость перестройки международной валютно-финансовой системы, ликвидации тирании доллара и протекционизма.

В Африке регулярно проводились совещания по проблемам задолженности (Нигерия, июнь 1987 г.; Кот-д'Ивуар, февраль 1989 г.), где правительства африканских стран разрабатывали и предлагали Западу свои рекомендации по урегулированию внешней задолженности. В частности, рекомендовались снижение процентных ставок по ранее предоставленным кредитам; превращение краткосрочных кредитов в долгосрочные, а некоторых из них — в безвозвратные ссуды; увеличение отсрочки платежей; предоставление возможности выплаты части долга в национальной валюте; превращение части долга в инвестиции. В связи с переформированием долговых обязательств развивающихся стран в инвестиции предпринятый был поставлен вопрос и об использовании этих средств на охрану окружающей среды, на помощь развитию.

Международная ассоциация развития (МАР) при поддержке Африканского банка развития (АФБР) выдвинула концепцию «Задолженность на цели развития», которая нашла отклик на континенте. Участники чрезвычайной сессии ассамблеи глав государств и правительств Организации африканского единства (ОАЕ) (Аддис-Абеба, Эфиопия, 1987 г.) в принятой декларации заявили о невозможности выполнить финансовые обязательства. Они обратились к западным кредиторам с просьбой заморозить все текущие выплаты по кредитам на 10 лет, а потом предоставить длительный льготный период для их погашения, снизить процентные ставки, перевести некоторые займы из краткосрочных в долгосрочные с возможностью производить часть оплаты в местной валюте.

Признавая международный характер проблемы внешней задолженности, африканские государства обратились к международному сообществу с просьбой о предоставлении безвозмездной помощи. Они подчеркнули, что решение этой проблемы невозможно без структурных изменений в мировом экономическом порядке, без пересмотра существующего неравноправного торгового обмена между Севером и Югом. В 1989 г. Экономическая комиссия ООН для стран Африки (ЭКА) и Организация африканского единства (ОАЕ) приняли «Африканскую альтернативу программам структурной адаптации в целях социально-экономического возрождения и трансформации». В документе были подвергнуты резкой критике предлагаемые международными организациями рыночные реформы как не соответствующие местным условиям.

Страны — участницы Движения неприсоединения исходили из общей ответственности должников, кредиторов и международных финансовых институтов за решение проблемы внешней задолженности. Они настаивали на признании того, что в сложившихся условиях финансовые обязательства для развивающихся стран стали неприемлемы, а для некоторых из них — невыполнимы, поскольку выходят за пределы их экономических возможностей. Неприсоединившиеся страны выразили убежденность в том, что необходимо снизить реальные процентные ставки, ограничить обслуживание долга определенным процентом поступлений от экспорта, значительно увеличить приток ресурсов в развивающиеся страны, облегчить доступ товаров развивающихся стран на рынки развитых стран путем отмены протекционистских и дискриминационных мер.

К концу 1980-х гг. намечился переход стран-должников и кредиторов от конфронтации к диалогу на основе разделения ответственности и сотрудничества между всеми участниками долговых отношений: правительствами стран должников и кредиторов, частными банками и международными финансовыми организациями.

Выводы

1. В 1970-е гг. в эпоху доступного банковского кредита внешняя задолженность развивающихся стран, особенно импортеров нефти, резко возросла. Структура внешнего финансирования дефицитных экономик изменилась в результате сокращения притока ресурсов официальных кредиторов и увеличения частного, особенно банковского, кредитования. Экономика многих развивающихся стран стала долговой, зависимой не только от официальных кредиторов, но и от конъюнктуры международного кредитного рынка.
2. Возникновению и развитию международного долгового кризиса способствовали многие внешние и внутренние факторы, а также ошибки и просчеты как заемщиков, так и зарубежных кредиторов. Непосредственно кризис был спровоцирован внешними причинами. Многие страны-должники, многократно увеличив свою внешнюю задолженность в предкризисные 6-7 лет, не выдержали резкого ухудшения мирохозяйственных условий, приведших к сокращению притока и увеличению оттока финансовых ресурсов.
3. Начало 1980-х гг. ознаменовалось серьезным экономическим спадом в развитых странах. Мировые цены на все виды сырья резко упали, банковское кредитование сократилось, и его условия ужесточились. Особенно значительно возросли процентные платежи, в том числе и по прошлым кредитам с плавающими ставками.
4. Сократился приток официальных ресурсов, увеличился отток иностранного частного капитала, а бегство национальных частных сбережений за рубеж, прежде всего в США, достигло масштабных величин.
5. В структуре внешних долгов развивающихся стран еще более возросла доля банковской и краткосрочной задолженности. Обслуживание внешней задолженности осуществлялось методом рефинансирования за счет новых, более дорогих кредитов.

6. Среди внутренних факторов, вызвавших долговой кризис, преимущественное значение имели неэффективная структура экономики; ошибочная долговая политика стран-дебиторов, приводившая к чрезмерным заимствованиям; неэффективное использование средств в результате просчетов в составлении национальных программ развития и другие причины.
7. В ходе долгового кризиса произошла дифференциация развивающихся стран: в одну группу вошли страны, избежавшие кризисных потрясений, в другую — оказавшиеся в долговом кризисе.
8. НИ С ЮВА, а также страны АСЕАН, вставшие на путь экспортной ориентации, выдержали тяжелую долговую нагрузку и, умело управляя внешним долгом, поддерживали высокую норму капиталовложений и высокие темпы роста.
9. В эпицентре долгового кризиса оказались наиболее продвинутые страны Латинской Америки и наиболее отсталый регион Африки к югу от Сахары.
10. В первые годы долгового кризиса кредиторы не выработали концепции его преодоления. Проводились рефинансирования прежних долгов; МВФ требовал поддержания активного торгового баланса как источника обслуживания платежей.
11. В 1985 г. был принят план Бейкера, в соответствии с которым было расширено кредитование крупнейших должников с целью восстановления экономического роста, который, однако, не дал желаемых результатов.
12. В условиях кризиса крупные латиноамериканские страны-должники в одностороннем порядке приступили к проведению экономических преобразований, которые дали кратковременные положительные результаты.
13. На совместных форумах развивающиеся страны разработали и выдвинули предложения по преодолению проблемы внешнего долга, многие из которых оказались достаточно конструктивными.

Термины и понятия

Мораторий; дефолт; рефинансирование долга; план Бейкера.

Вопросы и задания для самопроверки

1. Чем отличается локальный кризис внешней задолженности от международного долгового кризиса?
2. Назовите внутренние причины возникновения долгового кризиса.
3. Каковы внешние причины возникновения и развития долгового кризиса?
4. Как подразделяются развивающиеся страны по долговому фактору?
5. Как справлялись с платежными трудностями азиатские страны, избежавшие кризиса?
6. Почему страны НИС ЮВА и в условиях долгового кризиса продолжали исправно выполнять свои обязательства перед внешними кредиторами?
7. Назовите основные методы первого этапа управления кризисом.

8. Каковы внешние и внутренние причины тяжелой долговой ситуации в Африке?
9. Каковы цели, механизмы и результаты плана Бейкера?
10. Дайте оценку основным инициативам стран-должников по преодолению кризиса.

Литература

1. Аникин А. В. История финансовых потрясений. От Дж. Ло до С. Кириенко. — М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2000.
2. Барышников В., Былиняк С. Проблема внешнего долга стран АСЕАН// Внешняя торговля, 1994. — № 2-3.
3. Ганьковский В. К. и др. Развивающиеся страны Азии: перераспределительные системы и экономический рост, - М.: Наука, 1993.
4. Туреаич Д, И., Шаталов С. И. Долговой кризис в Африке; тенденции и пути преодоления. — М.: Институт Африки РАН, 1989.
5. Давыдов В. М. Латиноамериканская периферия мирового хозяйства, — М.: Наука, 1991,
6. Капитализм в Африке: особенности, противоречия развития / Отв. ред. Ю. М. Осипов, — М.: Наука, Восточная литература, 1993.
7. Летягин О. Налоговые стимулы в специальных экономических зонах Филиппин и Тайваня // МЭ и МО, 1999. - № 4.
8. Федятина Л. Я. Мировая внешняя задолженность: теория и практика урегулирования. — М.: Дело и Сервис, 1998.

Урегулирование внешней задолженности

Изучается современная система урегулирования внешней задолженности, начало которой было положено планом Брейди и его механизмами снижения долговой нагрузки. Обращается внимание на особенности политики кредиторов в отношении беднейших стран с чрезмерной задолженностью. Рассматриваются методы урегулирования платежных трудностей стран с переходной экономикой. Изучаются мероприятия макроэкономической стабилизации, системно-структурные преобразования в развивающихся странах и содействие Всемирного банка в их осуществлении.

14.1. Формирование современной системы урегулирования внешней задолженности

14.1.1. Новые подходы к решению долговой проблемы

К концу 1980-х гг. ситуация в развивающемся мире оставалась тяжелой, Среднегодовые темпы роста развивающихся стран за десятилетие составили 3 %, на душу населения — 1 %; в 1960-1970 гг. они были 5,5 и 3,0 % соответственно. В кризисных странах экономический рост составил лишь 1,5 % в год, Доходы в большинстве стран с 1983 г. продолжали снижаться, темпы роста оставались на низком уровне, норма накопления упала до 17 %, соотношения экспортных и импортных цен («условия торговли») ухудшались на 4 % в год. Особо тяжелое положение сложилось в Африке и в Латинской Америке, где 1980-е гг. получили название «потерянного десятилетия». Страны региона утратили динамичность экономического роста.

За 1982-1984 гг. ВВП Латинской Америки практически не вырос, а в 1985-1990 гг. его среднегодовой рост оставался на уровне 2 % при продолжавшемся падении производства в ряде стран. Гиперинфляция, рост безработицы, падение платежеспособного спроса привели к сужению внутренних рынков. В 1980-1989 гг. норма инвестиций в регионе, за исключением Чили и Доминиканской Республики, снизилась до 16,4 %, а в ряде стран сокращение было еще значительнее; бюджетные дефициты нередко превышали 10 % ВВП.

Во многих развивающихся странах, где наблюдался экономический застой или спад, более широкое распространение получила нищета, ухудшилось положение в области питания и продовольственной безопасности, занятости и образования, медицинского обслуживания и детской смертности, жилья и санитарии. Внешняя задолженность стала одним из основных факторов экономического застоя, Бремя платежей в счет обслуживания долга серьезно ограничило возможности этих

стран в наращивания темпов роста и борьбы с отсталостью. Объем задолженности и долговых платежей достиг таких размеров, что не только выплатить, но и удерживать долг на достигнутом уровне без его снижения было невозможно. Основные финансовые потоки направлялись в развитые страны, где из-за бюджетного дефицита поддерживались высокие процентные ставки.

Чистый отток ресурсов из развивающихся стран не оставлял средств на цели развития. Реализация программ реформирования экономики привела к серьезным негативным социальным и политическим последствиям, и, несмотря на усилия всех заинтересованных сторон, экономические трудности в большинстве стран с платежными проблемами продолжали нарастать. В докладе Генерального секретаря ООН долговой кризис был признан главной причиной всех экономических, социальных и политических осложнений в развивающихся регионах. В связи с этим настоятельной необходимостью стало снижение внешнего долга с увеличением притока финансовых ресурсов со стороны государств-кредиторов и многосторонних финансовых институтов, прежде всего в страны с низкими и средними доходами.

Развитие долговой ситуации противоречило интересам не только стран-должников, но и кредиторов. Кредиторов беспокоили снижение платежей по долгу, участвовавшие моратории, нестабильная политическая ситуация в странах-должниках, грозившая взрывом недовольства населения. Невозможность выхода из долгового тупика на основе прежней политики стала очевидной. Усилия должников и кредиторов, направленные на поиск более эффективных способов решения долговой проблемы, интенсифицировались. Понимание долговой проблемы и позиции должников и кредиторов все более сближались, наметился переход от конфронтации к диалогу.

Важно и то, что практика выработала методы ослабления и снижения долгового бремени, банки накопили опыт работы с ненадежными должниками. Большое распространение получили операции по конверсии долговых обязательств в акции компаний, что позволило сдерживать рост внешней задолженности. Банки увеличили резервы, и их требования к должникам по отношению к уставному капиталу снизились. Запад начал вырабатывать новую долговую политику, основу которой составили решения «большой семерки», МВФ, МБРР, ОЭСР и ЕС, План Миттерана (1988 г.), План Брейди (1989 г.), Вашингтонский консенсус Дж. Вильямсона (1989 г.).

Политика 1990-х гг. МВФ и Всемирного банка вызвала жесткую критику со стороны США, которые считали, что кредиты, выделяемые МВФ и ВБ странам-банкротам, стали инструментом решения тактических задач. Отсутствие стратегии, по мнению американского казначейства, высказанному на саммите министров финансов «большой семерки», связано с тем, что финансовая поддержка имела четко выраженную государственную, а не рыночную ориентацию. Первым этапом начавшейся долговой реформы стало введение в контракты так называемой коллективной оговорки, которая заранее определяет способы реструктуризации долга. Подобные оговорки стали частью стандартных международных контрактов, подписанных 11 государствами, разместившими свои облигации на нью-йоркском рынке, среди которых Бразилия, Израиль, Корея, Южная Африка и другие крупные заемщики.

стран в наращивания темпов роста и борьбы с отсталостью. Объем задолженности и долговых платежей достиг таких размеров, что не только выплатить, но и удерживать долг на достигнутом уровне без его снижения было невозможно. Основные финансовые потоки направлялись в развитые страны, где из-за бюджетного дефицита поддерживались высокие процентные ставки.

Чистый отток ресурсов из развивающихся стран не оставлял средств на цели развития. Реализация программ реформирования экономики привела к серьезным негативным социальным и политическим последствиям, и, несмотря на усилия всех заинтересованных сторон, экономические трудности в большинстве стран с платежными проблемами продолжали нарастать. В докладе Генерального секретаря ООН долговой кризис был признан главной причиной всех экономических, социальных и политических осложнений в развивающихся регионах. В связи с этим настоятельной необходимостью стало снижение внешнего долга с увеличением притока финансовых ресурсов со стороны государств-кредиторов и многосторонних финансовых институтов, прежде всего в страны с низкими и средними доходами.

Развитие долговой ситуации противоречило интересам не только стран-должников, но и кредиторов. Кредиторов беспокоили снижение платежей по долгу, участвовавшие моратории, нестабильная политическая ситуация в странах-должниках, грозившая взрывом недовольства населения. Невозможность выхода из долгового тупика на основе прежней политики стала очевидной. Усилия должников и кредиторов, направленные на поиск более эффективных способов решения долговой проблемы, интенсифицировались. Понимание долговой проблемы и позиции должников и кредиторов все более сближались, наметился переход от конфронтации к диалогу.

Важно и то, что практика выработала методы ослабления и снижения долгового бремени, банки накопили опыт работы с ненадежными должниками. Большое распространение получили операции по конверсии долговых обязательств в акции компаний, что позволило сдерживать рост внешней задолженности. Банки увеличили резервы, и их требования к должникам по отношению к уставному капиталу снизились. Запад начал вырабатывать новую долговую политику, основу которой составили решения «большой семерки», МВФ, МБРР, ОЭСР и ЕС, План Миттерана (1988 г.), План Брейди (1989 г.), Вашингтонский консенсус Дж. Вильямсона (1989 г.).

Политика 1990-х гг. МВФ и Всемирного банка вызвала жесткую критику со стороны США, которые считали, что кредиты, выделяемые МВФ и ВБ странам-банкротам, стали инструментом решения тактических задач. Отсутствие стратегии, по мнению американского казначейства, высказанному на саммите министров финансов «большой семерки», связано с тем, что финансовая поддержка имела четко выраженную государственную, а не рыночную ориентацию. Первым этапом начавшейся долговой реформы стало введение в контракты так называемой коллективной оговорки, которая заранее определяет способы реструктуризации долга. Подобные оговорки стали частью стандартных международных контрактов, подписанных 11 государствами, разместившими свои облигации на нью-йоркском рынке, среди которых Бразилия, Израиль, Корея, Южная Африка и другие крупные заемщики.

14.1.2. План Брейди

Началом современного этапа в долговой политике Запада можно считать принятие «плана Брейди» в марте 1989 г., использование его механизмов для преодоления последствий кризиса 1980-х гг. и восстановления доступа «плохих должников» на международные рынки капитала. В предложениях министра финансов США Н. Брейди нашли поддержку рекомендации экспертов, некоторые предложения должников и накопленная практика преодоления долгового кризиса. Автор плана исходил из необходимости повышения платежеспособности стран-должников посредством снижения общей суммы банковского долга и платежей по его обслуживанию на индивидуальной двусторонней основе.

Новизна и суть плана сводились к разнообразию форм финансовой поддержки развивающихся стран, особое внимание уделялось схемам, которые позволят снизить долг коммерческим банкам и платежи по его обслуживанию в сочетании с проведением рыночных реформ и мероприятий по макроэкономической стабилизации. Предусматривалось, в частности, использование таких форм снижения задолженности, как выкуп развивающимися странами у банков своих долговых обязательств со скидкой, преобразование этих обязательств в ценные бумаги с меньшим номиналом или под более низкие проценты.

Главная новация заключалась в том, что план предусматривал выделение официальной помощи частным банкам со стороны иностранных правительств и международных организаций, чтобы поощрить коммерческих кредиторов к снижению общего долга и платежей по его обслуживанию при получении со стороны государства-должника гарантий по своевременному и полному обслуживанию остальной части выданных кредитов. МВФ и Всемирному банку было предложено выделить 24 млрд долл. для финансирования стран-должников, принявших программы адаптации и успешно осуществляющих снижение долга и соответствующих платежей. На эти же цели Япония предоставила 10 млрд долл.

Первым опытом по реализации плана Брейди стало заключенное в июле 1989 г. соглашение с Мексикой, в соответствии с которым большая часть долга иностранным банкам в размере 48,1 млрд долл. подлежала реструктуризации. Банкам-кредиторам были предложены варианты обмена долговых требований на торгуемые ценные бумаги. Во-первых, предлагались дисконтированные Брейди-бонды (*discount bonds*) со скидкой 35 % от стоимости долга, но с рыночной процентной ставкой Либор + $\frac{13}{16}$ %, Во-вторых, предлагались Брейди-бонды по номинальной стоимости долгов (*par bonds*) с купоном ниже рыночного процента — $6\frac{1}{4}$ %.

У банков был и третий вариант — они могли сохранить долговые требования в полном объеме при условии предоставления новых кредитов стране-должнику в размере не менее 25 % от предоставленных за последние 3 года средств. Общая сумма банковского долга Мексики была сокращена на 35 %, или почти на 19 млрд долл., в том числе и посредством обмена долговых обязательств на акции национальных предприятий. В отношении Мексики предусматривались доплаты по ее Брейди-бондам в том случае, если мировые цены на нефть поднимутся выше 14 долл./барр. (в ценах 1989 г.).

В 1990-1991 гг. соглашения в рамках плана Брейди заключили Венесуэла, Коста-Рика, Уругвай, в 1993-1994 гг. — Аргентина и Бразилия. К декабрю 1995 г. на основе плана Брейди было заключено 25 соглашений с 23 странами о сниже-

нии долга и платежей по его обслуживанию. Общая сумма реструктурированных долгов за 1989-1994 гг. составила 370 млрд долл., и 100 млрд долга были прощены. 60 % от общей суммы реструктурированных долгов пришлось на страны с чрезмерной задолженностью, которым была списана четверть долга.

Условия соглашений различались, поскольку они заключались на двусторонней основе по договоренности между заинтересованными сторонами. Однако все соглашения имели в своей основе мексиканскую модель, которая получила дальнейшее развитие. В общем виде систему реструктуризации долгов и платежей на основе механизмов плана Брейди с учетом их дальнейшего развития можно представить следующим образом:

- 1) банкам-кредиторам предлагается меню, из которого они могут выбирать. Можно снизить основную сумму долга, процентные платежи или и то и другое, обменяв долговые требования на Брейди-бонды;
- 2) Брейди-бонды бывают различных видов, основными являются: без изменения суммы долга (*par bonds*), дисконтные (*discount bonds*), с правом капитализации (*capitalization bonds*), с правом конверсии в долги (*debt conversion bonds*);
- 3) банки могут сохранить большинство своих долговых требований, но предоставить странам-должникам новое кредитование. Если банк желает сохранить свои долговые требования в полном объеме, ему следует дать новые кредиты в объеме 25 % от суммы кредита, предоставленного за последние 3 года. При обмене долговых обязательств на бонды без изменения номинала (*par bonds*) процентная ставка фиксируется на уровне 6 %/годов., что дает снижение 10 % от прежнего уровня;
- 4) реструктурированные долги имеют длительный срок погашения (20-30 лет). Выплата основной суммы долга и процентных платежей гарантируется приобретением страной-должником американских казначейских облигаций с нулевым купоном за счет собственных средств и займов, полученных от МВФ и Всемирного банка;
- 5) в пакет снижения долга и платежей по плану Брейди обязательно входит принятие страной-должником среднесрочной программы МВФ, направленной на обеспечение платежеспособности и макроэкономической стабильности.

Первые Брейди-бонды были выпущены в феврале 1990 г., и к концу десятилетия этот рынок стал самым большим и наиболее ликвидным рынком развивающихся стран. Брейди-бонды представляют собой переоформленный в ценные бумаги дефолтный долг. Они выпускаются в основном в долларах, меньше используются другие валюты; могут иметь фиксированные или плавающие процентные ставки и длительные сроки обращения. Более половины выпущенных Брейди-бондов имели срок погашения более 20 лет, 72 % — более 10 лет. Сначала Брейди-бонды активно покупались инвестиционными и коммерческими банками, а затем их инвестиционная база расширилась за счет прихода на этот рынок взаимных фондов, денежных менеджеров, страховых компаний и пенсионных фондов.

Кроме прямого трейдинга Брейди-бондами развитие рынка привело к появлению деривативов на эти бонды, которые тоже активно торгуются. *JP Morgan* публикует широко используемый индекс на Брейди-бонды, который называется

Emerging Markets Bond Index (EMBI). Используемые в рамках плана Брейди формы конверсии в облигации со скидкой к номиналу или со сниженной процентной ставкой, а также выкуп развивающимися странами у банков долговых обязательств со скидкой позволяют делать это сразу для большого объема обязательств. Они, как правило, имеют меньший инфляционный эффект и не связаны с ростом иностранной собственности.

Вместе с тем для заключения соглашений, предусматривающих снижение долговых обязательств, требуются время и выполнение страной-должником определенных условий, а именно — ликвидации просрочек, сокращения дефицита платежного баланса и др. В этот период основным средством снижения долга становится конверсия в капитал. С 1985 по 1989 г. за счет такой формы конверсии было обеспечено свыше 55 % всего снижения долга Аргентины, Бразилии, Мексики и Чили. В марте 1997 г. было заключено соглашение с Перу о реструктуризации долга в Брейди-бонды, после чего их количество в совокупности достигло пика — 156 млрд долл. Вскоре рынок Брейди-бондов начал сокращаться в результате серии перепродаж и обмена на глобальные и евробонды и т. п. Кот-д'Ивуар и Вьетнам были последними, кто вышел на рынок Брейди-бондов в 1997 г.

Сбросу Брейди-бондов, их выкупу и обмену на евробонды и глобальные бонды положила начало Аргентина в 1995 г. После мексиканского кризиса некоторые страны стали активно выкупать или менять свои Брейди-бонды. В 1996 г. Филиппины обменяли треть Брейди-бондов на евробонды; Эквадор, Панама, Польша, следуя такой же стратегии, выкупили свои Брейди-бонды на общую сумму 2,5 млрд долл., в 1997 г. Бразилия обменяла 2,7 млрд долл. Брейди-бондов на 30-летние глобальные бонды.

В 2000-х гг. этот процесс ускорился — среднегодовое снижение долга в Брейди-бондах в 1995-1999 гг. составило 9,5 млрд долл., в 2000-2001 гг. — более 30 млрд долл. Особенно активны были латиноамериканские страны. В 2000 г. Мексика увеличила эмиссию глобальных бондов для выкупа Брейди-бондов. В марте 2000 г. Бразилия выпустила дополнительные 30-летние глобальные бонды для выкупа Брейди-бондов, в августе 2000 г. она выпустила 40-летние глобальные бонды в объеме более 5 млрд долл. в обмен на Брейди-бонды и продолжила эту практику в последующие годы.

Рынок Брейди-бондов постепенно исчезает. Всего за 1995-2001 гг. долговые обязательства развивающихся стран, выраженные в Брейди-бондах, сократились на 80,1 млрд долл. Сокращение рынка стимулируется относительно низкими ценами на Брейди-бонды, что делает выгодным их скупку странами-должниками. Кроме Брейди-бондов на вторичном рынке обращаются корпоративные, государственные и местные долговые ценные бумаги развивающихся стран, а также опционы, варранты на долги и др.

План Брейди принес очевидные положительные результаты, выразившиеся в ослаблении долгового бремени, увеличении притока иностранного и возврата национального капитала. Некоторые страны вновь получили доступ на международный рынок ценных бумаг. В 1990 г. Генеральная Ассамблея ООН одобрила инициативы и меры, направленные на сокращение объема задолженности и платежей в счет обслуживания долга или на уменьшение бремени задолженности развивающихся стран, подчеркнув при этом, что меры по уменьшению бремени

задолженности должны быть направлены на восстановление активного роста и развития в этих странах, скорейшее восстановление их кредитоспособности,

14.1.3. Способы снижения долгов и платежей

К концу 1980-х гг. мировое сообщество признало, что поиск решения проблемы задолженности является общей ответственностью стран-должников и стран-кредиторов, коммерческих банков и многосторонних финансовых учреждений. Страны-должники должны предпринимать усилия, направленные на достижение экономической эффективности и возвращение к устойчивому развитию путем принятия надлежащей национальной экономической политики. Странам-кредиторам надлежит продолжать корректировку своей политики и практики по сокращению задолженности и платежей в счет обслуживания долга, поддерживать ориентированную на рост политику стран-должников, содействовать возобновлению их роста и развития. Многосторонним финансовым учреждениям следует поддерживать комплексные меры по сокращению объема задолженности и платежей.

Была признана тесная взаимосвязь между проблемой внешней задолженности и международными экономическими условиями, которые формируются в значительной мере развитыми странами. Бремя обслуживания долга усугубляется ростом процентных ставок, ухудшением условий торговли, сокращением притока внешних ресурсов, протекционистскими барьерами в торговле и медленными темпами роста мировой экономики. Все эти негативные факторы определяли ситуацию 1980-х гг., и они продолжали действовать в 1990-х гг.

К концу 1990-х гг. сложилась комплексная система урегулирования внешней задолженности стран с трудностями в обслуживании долговых обязательств; в 1990 г. число таких стран в развивающемся мире составило 72, к 2000 г. оно сократилось до 55. Современная долговая стратегия включает три основных направления и объединяет блоки мероприятий, комплексная реализация которых направлена на повышение платеже- и кредитоспособности несостоятельных должников. Это, во-первых, снижение долговой нагрузки; во-вторых, увеличение официального и частного внешнего финансирования; в-третьих, реализация системно-структурных преобразований и мероприятий макроэкономической стабилизации экономики.

Страны-кредиторы, МВФ и Всемирный банк проводят дифференцированную политику по отношению к странам-реципиентам в зависимости от уровня их развития и обремененности долгами по внешним обязательствам. Все страны — члены МВФ и ББ подразделяются по уровню развития (ВВП на душу населения) на четыре основные группы: с низким уровнем развития — до 756 долл. ВВП на душу населения в 2000 г., с уровнем развития ниже среднего — от 756 до 2995 долл. ВВП на душу населения, с уровнем развития выше среднего — от 2995 до 9265 долл. ВВП на душу населения, с высоким уровнем развития — от 9265 долл. ВВП на душу населения. Степень долговой нагрузки определяется чаще всего отношением общей суммы долга и платежей по его обслуживанию к ВВП и к доходам от экспорта товаров и услуг. Различаются страны с «чрезмерной задолженностью*» и с «умеренной задолженностью».

Урегулирование внешней задолженности осуществляется посредством реструктуризации долга, под которой понимается любое действие кредитора, изменя-

ющее условия, установленные для погашения долга, и снижающее долговую нагрузку. Реструктуризация может осуществляться посредством реоформления долга (resheduling), рефинансирования долга, операций по снижению долга и долговых платежей, обратного выкупа и прощения долга. При реоформлении (Resheduling) долга просроченные платежи и будущее обслуживание долга в консолидационный период преобразуются в новый кредит на условиях, определяемых во время реструктуризации.

Решедьюлинг долга является одним из способов предоставления передышки должнику посредством переноса сроков платежей основной части долга, процентов по долгу или всех платежей по обслуживанию долга на более поздний срок по сравнению с ранее согласованным. Операции реоформления применяются и при капитализации процентных платежей, т.е. включении их в основную сумму долга по договоренности с кредитором. Предоставляемое странам с низким доходом концессионное (льготное) реоформление долгов сопровождается частичным прощением долга и снижением долговых обязательств.

Реоформление долга официальным двусторонним кредитором осуществляется в рамках Парижского клуба и в целях поддержки экономической программы адаптации должника. Широко применяется в современной практике реоформление процентных платежей в основную сумму долга на основе соглашения с кредитором. Согласно процедуре рефинансирования долга просроченные платежи или будущие обязательства по обслуживанию долга по официально гарантированным экспортным кредитам оплачиваются новыми займами. Заем рефинансирования может быть предоставлен экспортно-кредитным агентством, правительственным институтом или коммерческим банком с гарантией экспортно-кредитного агентства.

Операции по снижению внешней задолженности и платежей по ее обслуживанию (СЗОД) представляют собой соглашения о реструктуризации долга между суверенным должником и консорциумом коммерческих банков, которые могут включать различные методы снижения или их комбинацию; обратный выкуп собственных долгов по сниженной цене, обмен коммерческого долга на финансовые инструменты со значительной скидкой или новые бонды со снижением стоимости долга. За 1987-1993 гг. было заключено 13 соглашений с развивающимися странами на базе операций по СЗОД. Общая сумма долга была снижена на 47 %; при этом шести странам долг был списан практически полностью (Боливия, Гайана, Мозамбик, Нигер, Филиппины, Чили); долг Аргентины был снижен на 48 %, Мексики — на 45 %, Венесуэлы — на 32 %.

Снижение долгового бремени требует определенных расходов со стороны должников: по выкупу своих обязательств, выплате части процентов наличными, созданию залога под некоторые облигации, обмену долгов на облигации, за консультационные услуги и др. Конкретно расходы по проведению вышеупомянутых операций составили 18 млрд долл., или 12 % от общей суммы долга, и 25 % от снижения долгов. Эти расходы были покрыты собственными валютными ресурсами стран-должников на одну треть. Остальные две трети были покрыты грантами, предоставленными странами-кредиторами в порядке официальной помощи развитию, а также новыми кредитами МВФ, кредитами или грантами Всемирного банка, и прежде всего МАР.

Соглашения о проведении операций по СЗОД повышают кредитоспособность должников и вероятность оплаты оставшегося долга, открывают возможности получения новых кредитов. От подобных соглашений получают выгоду и банки-кредиторы: улучшаются их балансы за счет сокращения безнадежных долгов, повышаются надежность и рыночный курс оставшихся у них долговых требований, восстанавливается платежеспособность их клиентов. В некоторых случаях при реструктуризации значительная часть новых финансовых инструментов обеспечивается американскими казначейскими бондами с нулевым купоном с частичным сохранением процентных обязательств. Такие соглашения предлагают кредитору выбор инструментов снижения долгов и платежей.

Некоторые соглашения, заключенные в рамках плана Брейди, были поддержаны займами от официальных кредиторов. К реструктуризации можно отнести и продажи долгов со скидкой на вторичном рынке, конверсии долга в какие-либо национальные активы страны-должника, которые осуществляются по согласованию с кредиторами. Традиционный механизм реструктуризации предусматривает последовательное выполнение определенных мероприятий:

- принятие страной-должником согласованной с МВФ и Всемирным банком программы стабилизации и структурных преобразований, поддержанной концессионными кредитами;
- « получение согласия Парижского клуба на реструктуризацию чистого потока долговых платежей на концессионных условиях, а также реструктуризацию основной суммы долга после трех лет стабильного выполнения программы, одобренной МВФ;
- проведение страной-должником двусторонних переговоров со странами, не входящими в Парижский клуб, а также с частными кредиторами о предоставлении ей таких же условий реструктуризации долгов, какие были предоставлены клубом;
- частичное списание на двусторонней основе долгов по официальной помощи развитию;
- предоставление новых концессионных кредитов стране-должнику.

Списание долга применяется обычно к тем странам и тем долгам, которые не могут быть выплачены в среднесрочной перспективе ни при каких условиях. Продажа долгов, особенно латиноамериканских стран, на вторичном рынке со скидкой от номинала активно используется кредиторами. Реструктуризация долгов избавляет должников и кредиторов от необходимости вести переговоры ежегодно. Она дает временное облегчение должникам в результате снижения ежегодных платежей, но размер долга при этом может и не снизиться, если не было прощения (списания) долга; напротив, его размер возрастает за счет процентов в новый период его погашения. Реструктуризация сопровождается, как правило, предоставлением новых кредитов, в том числе имеющих для банков принудительный характер.

Реструктуризация получила большое распространение. За 1976–2000 гг. двусторонний официальный долг членам Парижского клуба развивающихся и переходных стран был реструктурирован на сумму 392,7 млрд долл. на основе 307 соглашений. За 1997–2000 гг. кредиторы Парижского клуба заключили 40 соглашений

о реструктуризации обязательств по обслуживанию долга и просроченных долгов или об отсрочке на общую сумму 59 млрд долл., что означает снижение платежей на Y_3 - 24 соглашения были заключены с бедными странами и содержали концессионные условия, 16 — со странами среднего уровня развития без концессий. Многие среднеразвитые страны благодаря проводимым стабилизационно-структурным преобразованиям вышли из процесса реструктуризации долгов с Парижским клубом, другие заканчивают этот процесс.

Первым шагом в урегулировании долговых обязательств стран с просроченной задолженностью является договоренность с МВФ. Предварительное одобрение Фондом программы мероприятий по упорядочению экономической ситуации в стране-должнике — это абсолютно необходимое условие для всех последующих решений. Договоренность с МВФ сразу же повышает кредитоспособность страны. Вопросы, связанные с задолженностью иностранным государствам, решаются Парижским клубом, в который входят страны-кредиторы. Членство в клубе служит для кредитора определенным гарантом возврата долгов. Переговоры по долгам частным кредиторам решаются в рамках Лондонского клуба, в который входят более 600 банков.

Страны, реструктурирующие свои долги с членами Парижского клуба, как правило, имеют долговые обязательства также перед другими двусторонними официальными кредиторами, не входящими в Парижский клуб, а также перед коммерческими банками. Соглашение с Парижским клубом включает условие, требующее получение уступок и от других кредиторов на условиях не менее благоприятных, чем предоставил клуб. В 1995–1997 гг. 18 государств-кредиторов, не входящие в Парижский клуб, заключили 28 соглашений со странами-должниками о реструктуризации долгов. На практике соглашения с неорганизованными кредиторами, не входящими в Парижский или Лондонский клуб, часто не заключаются, поскольку институциональной системы для ведения переговоров не существует, и нет централизованного источника информации.

В 1997–1999 гг. двусторонние реструктуризации с неорганизованными официальными кредиторами осуществлялись в различных формах, преобладали три из них.

1. Наиболее распространенной формой было переоформление (решедьюлинг) выплат основной суммы и процентов на концессионных условиях и без них. Такими были соглашения о реструктуризации боливийских долгов Бразилии, киргизских долгов Таджикистану, коморских — Кувейту, таджикских — Турции и Узбекистану и др.
2. Второй формой реструктуризации было использование операций обратного выкупа значительной части долга с дисконтом. Например, долги Аргентине Бенин выкупил за 16 % от номинала, Гвинея — за 14 %, Гвинея и Замбия выкупили долги Чешской Республике за 11 %.
3. Третьей формой реструктуризации было частичное или полное прощение долгов. Например, Аргентина простила 70 % своих долговых требований к Экваториальной Гвинее, Египет согласился снизить свои требования к Танзании на 90 %, Словакия снизила свои долговые требования к Никарагуа до 10 %. Марокко полностью списала долги Мавритании, Венесуэла — Боливии, Южная Африка — Мозамбику, КНР простила все долги 16 беднейшим африканским странам.

Процесс реструктуризации достаточно длительный, в нем можно выделить этапы. Сначала происходит реорганизация (*from rescheduling*) некоторых платежей по обслуживанию долга, сниженных во время консолидационного периода, а в некоторых случаях и долгов. И только после этого при выполнении всех условий реорганизуется долг (*slock-of-debt operation*). В 1995-1997 гг. такие операции по снижению долга получили Бенин, Боливия, Буркина-Фасо, Гайана, Мали и Уганда. За последние 20 лет из 30 стран среднего уровня развития 23 закончили процесс реструктуризации; Алжир, Иордания, Перу и Россия близки к его завершению. Выход из процесса преобразования долговых обязательств означает значительный прогресс в этих странах в области макроэкономической стабилизации и структурной адаптации.

В мировой практике широкое распространение получили рыночные методы снижения внешней задолженности посредством различных конверсий (свопов) долгов, например, в акции местных предприятий, в другие долги со сменой кредитора, в национальную валюту, в проекты развития, охраны окружающей среды, в различные фонды. Своп долг/акции представляет собой соглашение об обмене долговых требований, обычно дисконтированных, в акции предприятий. В этом случае инвестор покупает на вторичном рынке долговые требования, деноминированные в иностранной валюте, с существенной скидкой.

На основе программы конверсии (свопа) долг/акции инвестор меняет долговые требования на местную валюту по номиналу и вкладывает средства в инвестиционный проект или в акции. Конверсия долга в форме свопов долга/акции означает погашение акциями невыплаченной части внешней задолженности фирмы или облигациями казначейства — части государственного долга. Банки-кредиторы получают, таким образом, часть собственности в предприятиях strapped-должников, могут получать дивиденды или продавать акции на вторичном рынке.

Своп долг/долг предполагает смену иностранного кредитора, предоставившего кредит, на другого кредитора-нерезидента или резидента без изменения условий погашения кредита. Своп долг/местная валюта означает возврат капитала. В этом случае местный инвестор покупает долговые требования своей страны, деноминированные в иностранной валюте, на вторичном рынке, используя свои зарубежные средства или купив иностранную валюту.

Своп долги/развитие означает частичное финансирование проекта развития посредством обмена валютных долговых требований на местную валюту с дисконтом. Такие операции обычно осуществляют неправительственные иностранные организации. Они покупают долговые требования у первоначального кредитора со значительной скидкой на собственные средства и перепродают их правительству страны-должника, полученные средства в национальной валюте вкладываются в проект развития на основе предварительной договоренности с правительством принимающей страны. Подобные операции проводятся и с целью финансирования проектов по охране окружающей среды, создания различных социальных фондов: охраны материнства, детства и т. п. В табл. 14.1 приведены долговые свопы Парижского клуба за 1991-2000 гг.

Посредством своповых операций за 1991-2000 гг. кредиторы Парижского клуба снизили задолженность развивающихся и переходных стран на 4,5 млрд долл. Годовая стоимость операций в 1998 г. составила 932 млн долл., увеличившись

с 1991 г. почти в 7 раз. Половина долговых требований была обменена на акции, 42 % были обращены в помощь природе или вложены в экологические проекты; при этом доля концессионных реструктуризации составила около 23 %. Наиболее крупные операции по реструктуризации были проведены по долговым обязательствам (вмлндолл.) Египта (1648), Марокко (526), Перу (455), Кот-д'Ивуара (326); из стран с переходной экономикой — России (127), Польши (166 млн долл.).

Таблица 14.1
Долговые свопы Парижского клуба в 1991-2000 гг. по кредиторам и по типу свопа¹

Страны-кредиторы	Типы свопа, млн долл.			
	Акции	Природа/помощь	Другие	Всего
Австралия	26	-	-	26
Бельгия	184	222	-	406
Великобритания	153	-	-	153
Германия	160	264	-	424
Испания	393	-	-	393
Италия	-	33	-	33
Канада	-	124	-	124
Нидерланды	-	54	-	54
Финляндия	-	40	131	171
Франция	1248	158	-	1406
США	-	154	177	331
Швейцария	-	846	76	922
Швеция	72	18	-	90
Всего	2236	1913	383	4532

За 1990-е годы резко расширились операции на вторичном рынке долговых инструментов развивающихся стран. Их оборот с 1993 г. по 1996 г. увеличился в 2,7 раза и составил 5,3 млрд долл. в 1996 г., из которых 80,5 % пришлись на Латинскую Америку. На вторичном рынке наиболее широко торгуются долговые ценные бумаги Бразилии, доля которой в 1996 г. составила 27 % рынка долговых инструментов развивающихся стран, Аргентины — 25 %, Мексики — 18 %. Доля азиатских долговых инструментов, обращающихся на вторичном рынке, невелика — 3,1 %, но оборот за рассматриваемые 4 года возрос в 10 раз; доля Африки — 4,2 %.

14.1.4. Программы снижения долговой нагрузки беднейших стран

Особую озабоченность ведущих держав Запада, МВФ и Всемирного банка вызывают страны с низким уровнем развития и чрезмерной задолженностью. В 2000 г., по данным МВФ, стран с низжайшим уровнем развития (*least developed countries*)

¹ Источник: IMF. Official Financing for Developing Countries. — Wash., 2001. — P. 73.

было 46, беднейших стран с чрезмерной задолженностью (*heavily indebted poor countries* — *ИПРС*) — 40. За последние 20 лет неоднократно выдвигались инициативы и предпринимались усилия по снижению их долговой нагрузки.

Накопление чрезмерных и неоплатных долгов этих стран произошло в 1970-е гг., когда среднеразвитые страны набирали банковские кредиты, а многие бедные страны, не имеющие доступа на международные финансовые рынки, накапливали долги официальным кредиторам. Они получали кредиты непосредственно от иностранных правительств, или от кредитно-экспортных агентств **развитых** стран, или от частных кредиторов с государственной гарантией.

В связи с кризисом 1980-х гг. частные кредиты резко сократились, а официальные кредиторы — члены Парижского клуба начали проводить реоформления (решедьюлинг) долгов на неконцессионных условиях. Реоформления сочетались с многосторонним новым кредитованием по линии МВФ и региональных банков развития и кредитно-экспортных агентств, что позволило профинансировать адаптационные программы МВФ. При этом долги и платежи реоформлялись на более длительные сроки.

Долги по государственным кредитам стран — членов Парижского клуба реструктурировались через клуб. Парижский клуб сотрудничает только с теми странами-должниками, которые остро нуждаются в финансовой помощи и не могут выполнить свои обязательства по внешним долгам без снижения долговой нагрузки. Кредиторы клуба настаивают на том, чтобы страна-должник, желающая реоформить свои долги, предприняла необходимые меры для устранения причин своей неплатежеспособности. В своей деятельности Парижский клуб руководствуется следующими принципами:

- принцип консенсуса — предусматривает принятие решений только с согласия всех стран-участниц;
- принцип солидарности кредиторов — означает, что ни один кредитор не может претендовать на получение лучших условий от должника, чем другие кредиторы;
- принцип обусловленности — означает, что Парижский клуб может реоформить долг страны-заемщика только при условии принятия им программы, поддержанной МВФ;
- » принцип недискриминации — указывает на то, что кредитор Парижского клуба, как и любой двусторонний кредитор, не входящий в Парижский клуб, никогда не предоставит стране-должнику условия менее благоприятные, чем те, которые содержит многостороннее соглашение с Парижским клубом;
- принцип соответствия — предполагает, что любое решение, принятое Парижским клубом относительно страны-должника, учитывает реальную экономическую и финансовую ситуацию в принимающей стране.

За 1976-1988 гг. Парижский клуб заключил 81 соглашение о реоформлении долгов на неконцессионных условиях на общую сумму 23 млрд долл. с 27 беднейшими странами с чрезмерной задолженностью (*ИПРС*). Несмотря на эти мероприятия, средняя норма обслуживания долга получивших реструктуризацию стран поднялась с 17 % к экспортным доходам в 1980 г. до 30 % в 1986 г., а совокупная задолженность увеличилась, в том числе и за счет капитализации процентов.

Совместная позиция кредиторов и механизмы, направленные на восстановление платежеспособности бедных стран, вырабатывались на совещаниях «большой семерки*». В 1987 г. Парижский клуб впервые одобрил инициативу Великобритании о реоформлении долгов стран с низким уровнем развития на льготных условиях в соединении с увеличением притока финансовых ресурсов. Таким образом, было принято предложение о концессионном снижении задолженности по кредитам экспортных агентств, и было введено концессионное финансирование. В связи с этим фонд структурной **перестройки** (*Structural Adjustment Facility*) был увеличен в 3 раза и составил более 11 млрд долл.

В дополнение был создан специальный Расширенный фонд структурной перестройки МВФ (*Enhanced Structural Adjustment Facility*) в размере 8 млрд долл. для кредитования беднейших стран, который тоже наполнялся грантами развитых стран. Расширенный фонд для кредитования стран с низким уровнем развития и трудностями по текущим расчетам действовал до 1999 г. Ресурсы фонда предоставлялись на 10 лет с льготным периодом в 5,5 лет по ставке 0,5 %. Инициативы имели своей целью не допустить чрезмерного увеличения задолженности наименее развитых стран и существенно снизить их не концессионное кредитование или рефинансирование.

По соглашениям реоформления кредиторы получали в течение консолидационного периода только процентные платежи, а в отдельных случаях предоставлялись отсрочки и по процентам. Английские предложения касались снижения процентных ставок в ходе реоформления. Франция предлагала снизить платежи на У при сохранении рыночных ставок на оставшуюся часть. США были не готовы пойти на какое-либо снижение и соглашались только на реоформление долгов с увеличением срока погашения. В 1988 г. в **Торонто** на саммите «большой семерки*» был найден компромисс, который предоставлял кредиторам Парижского клуба меню из трех опционов, получивших название «условия Торонто» по месту проведения саммита.

Торонтские условия представляют собой набор мер по **сокращению** официального внешнего долга стран с низким доходом и чрезмерной задолженностью. Они предусматривают введение пониженной процентной ставки, значительное продление льготного периода и периода погашения (по коммерческим ставкам). Условия допускают частичное прощение обязательств по обслуживанию долга (на $\frac{1}{3}$), пересмотр условий погашения оставшейся суммы по коммерческим ставкам, а также сочетание перечисленных мер. В 1988-1991 гг. с 19 странами с низким уровнем развития были заключены 27 соглашений на условиях Торонто на сумму около 6 млрд долл. с частичным списанием и реоформлением долгов на концессионных условиях.

В осуществление программ помощи развивающимся государствам включались и новые индустриальные страны Азии с активным торговым балансом. В 1988 г. Тайвань предоставил льготные кредиты в рамках программы помощи развивающимся странам в размере 3 млрд долл. Правительство Южной Кореи увеличило помощь развивающимся странам через Фонд сотрудничества (360 млн долл. в 1989 г.). Дополнительно были выданы кредиты для финансирования закупок товаров и осуществления проектов развития — всего на сумму около 162 млн долл. Займы корейского фонда предоставлялись

на довольно жестких условиях — на 20 лет при 5-летнем льготном периоде по 4-5 %-ной ставке.

Существенные льготы для наименее развитых стран предусматривались в отношении задолженности по государственным экспортным кредитам в соответствии с планом Миттерана (1989 г.). Странам-кредиторам предлагались на выбор варианты расчетов по существующей задолженности:

- списание $\frac{1}{3}$ долга и отсрочка погашения остальных $\frac{2}{3}$ на 14 лет с начислением процентов по рыночной ставке;
- перенос всей суммы долга на 14 лет, проценты по которой устанавливаются из расчета рыночной ставки, уменьшенной на 3,5 %, а если она будет ниже 7 % годовых, то на половину рыночной ставки;
- предоставление отсрочки долговых платежей на 25 лет, но с взиманием процентов по рыночной ставке.

Вопрос о предоставлении льгот остро нуждающимся странам стал предметом постоянного рассмотрения и принятия решений на заседаниях «большой семерки» и Парижского клуба. На совещании «семерки» в Париже в июле 1989 г. рекомендовалось прощение части долгов увязывать с проведением радикальных экономических реформ в странах-должниках. Появилось и новое направление в урегулировании задолженности — списывать долги в ответ на осуществление природоохранных мер — «долги в природу».

В 1991 г. были приняты Лондонские условия, в соответствии с которыми кредиторы согласились на повышение уровня уступок (концессий) до 50 %. При этом кредиторы уточнили, что только после 3-летнего периода выполнения условий они смогут обсуждать возможность заключения соглашения о снижении всего долга. Набор мер по Лондонским условиям состоит из двух льготных вариантов, обеспечивающих дальнейшее снижение внешней задолженности, и одного нелюбительного варианта, предусмотренного Торонтскими условиями. Льготный вариант предусматривает списание до 50 % приведенной стоимости платежей по обслуживанию долга, срок уплаты которых наступает в течение консолидационного периода.

Неконцессионный вариант на Лондонских условиях означает консолидацию долга по коммерческой ставке процента с 25-летним сроком погашения, включая 14-летний льготный период. Этот вариант был принят США и рядом менее крупных стран-кредиторов, которые до принятия этого документа не имели возможности списать долги, не являющиеся задолженностью по официальной помощи развитию (ОПР). Официальные кредиторы Парижского клуба распространили действие Лондонских условий на Гвинею, Гондурас, Мавританию, Мали, Мозамбик, Сьерра-Леоне и Эфиопию.

В рамках действующего с 1989 г. механизма по сокращению внешнего долга беднейших стран, являющихся членами только Международной ассоциации развития (МАР), резко увеличился объем операций, финансируемых совместно с рядом двусторонних доноров. Например, такие операции были осуществлены в 1993 г. в Боливии, Гайане, Мозамбике, Нигере и Уганде (14 центов за 1 доллар). Всего на Лондонских условиях с 22 беднейшими странами было подписано 24 соглашения о переоформлении долгов на сумму 8,8 млрд долл.

Тринидадские условия (1990 г.) содержат существенные льготные меры по облегчению внешней задолженности. Эти условия были выдвинуты на конференции министров финансов ЕС и предусматривают сокращение на две трети невыплаченного долга кредиторам — членам Парижского клуба. Важным элементом является то, что Условия не ограничиваются задолженностью, срок выплаты которой наступает в ближайший период консолидации, а распространяются на всю сумму соответствующего долга. В 1994 г. в Неаполе состоялся саммит «большой семерки», где был достигнут консенсус о 67 %-ном снижении.

С января 1995 г. введены в действие опционы на условиях Неаполя для стран с низким уровнем дохода, в соответствии с которыми долги и платежи по их обслуживанию снижаются на 67 %, льготный период составляет 3-8 лет, срок погашения — 23-33 года. Сроки по кредитам в рамках официальной помощи развитию были продлены. В 1995-1997 гг. 18 стран с низким уровнем дохода получили от кредиторов Парижского клуба снижение долговых обязательств на условиях Неаполя в рамках заключенных соглашений. В период до 2000 г. с 28 странами было подписано 35 соглашений на условиях Неаполя, 7 из которых касались всего долга. В результате 16,3 млрд долл. были частично прощены или переоформлены на средний и долгий срок с низкими процентными ставками.

С декабря 1996 г. практикуются опционы на Лионских условиях, дающие снижение всех долговых обязательств на 80 %, отношения внешнего долга к экспорту — до 200-250 %, платежей к экспорту — до 20-25 %. В 1998-1999 г. на условиях Лиона были нереоформлены долги Боливии, Гвинеи, Кот-д'Ивуара, Мозамбика, Уганды; всего было заключено 6 соглашений на сумму около 5 млрд долл. Еще большие концессии были предоставлены 7 беднейшим странам, включая Мавританию, Мали, Сенегал, Танзанию, Уганду, на условиях Кельна, по которым было заключено 7 соглашений на сумму около 1 млрд долл., при этом прощение долгов превысило 90 %. К 2000 г. общее количество соглашений с беднейшими странами о переоформлении долгов составило 188 на сумму почти 4,5 млрд долл. (табл. 14.2).

Таблица 14,2
Переоформленные долги Парижскому клубу стран
с низким уровнем развития и чрезмерной задолженностью за 1976-2000 гг.

Условия	Количество стран	Переоформленный долг, млн долл.	Количество соглашений
Условия Торонто	19	5984	27
Условия Лондона	22	8774	24
Условия Неаполя	28	16325	35
Условия Лиона	5	4875	6
Условия Кельна	7	984	7
Не концессионные соглашения	29	23 738	89

Кредиторы по-разному строят свои отношения с бедными странами, и это отражается в используемых ими комбинациях методов облегчения долговой нагрузки, нового кредитования и безвозмездного финансирования. Когда долги превышали допустимый уровень, кредиторы Парижского клуба использовали методы концессионного решедьюлинга для снижения платежей. В результате норма обслуживания долга бедных стран к 1999 г. снизилась до 15 % от экспортных доходов.

С 1990 г. начался процесс переоформления долгов и стран со средним уровнем развития на основе Хьюстонских условий. Они предусматривают радикальное изменение политики Парижского клуба в отношении среднеразвитых стран с чрезмерной задолженностью. В соответствии с условиями Хьюстона, допускается возможность погашения странами-должниками консолидированных займов в рамках официальной помощи развитию в течение 20 лет, включая 10-летний льготный период. Консолидированные экспортные кредиты и официальные займы, полученные вне рамок официальной помощи развитию, подлежат погашению в течение 15 лет с периодом отсрочки платежей до 8 лет.

К концу 1990-х гг. сложилась система традиционных механизмов облегчения долговой нагрузки. Под традиционными механизмами, по определению МВФ, принято понимать комплекс методов снижения долговой нагрузки, осуществляемый тремя группами кредиторов: государствами — членами Парижского клуба, государствами-кредиторами, не входящими в клуб, и частными кредиторами. Базовыми считаются механизмы, используемые Парижским клубом на условиях Неаполя; при этом другие государственные и частные кредиторы должны предоставить по крайней мере сопоставимые условия.

Система традиционных механизмов облегчения долга включает концессионное переоформление долгов, прощение долгов по официальной помощи развитию членам Парижского клуба, переоформление и прощение официальных долгов не членам клуба, ослабление долговой нагрузки по частным кредитам и операции по обратному выкупу собственных долгов.

Облегчение долговой нагрузки с помощью традиционных механизмов выражается в сокращении потоков наличности из стран-должников в результате снижения платежей по обслуживанию долга из-за их списания/отсрочки или снижения основной суммы долга. Снижение долговых платежей методом их отсрочки очень важно для стран с дефицитным текущим платежным балансом, но ослабление долговой нагрузки дается только на период консолидации, а в дальнейшем платежи возрастут.

В 1996 г. были одобрены совместные Инициативы МВФ и Всемирного банка в отношении стран с низким уровнем развития и чрезмерной задолженностью, реализация которых оценивалась в 29 млрд долл. Инициативы распространялись на те страны, для которых традиционные механизмы облегчения долга оказались недостаточными. Центральное место в Инициативах занимают усилия принимающих стран, направленные на макроэкономическую и структурную адаптацию, социальные реформы с целью снижения уровня бедности, улучшения здравоохранения и начального образования.

Усилия стран-реципиентов дополняются обязательствами со стороны международного финансового сообщества в лице Парижского клуба и других кредиторов стремиться к нормализации долговой ситуации в этих странах, т.е. к дости-

жению отношения государственного и гарантированного государством внешнего долга и платежей по обслуживанию долга к экспорту товаров и нефакторных услуг до 200-250 и 20-25 % соответственно.

В апреле 1997 г. Уганда была первой страной, которая прошла первую подготовительную стадию и достигла решающей точки, когда вступают в действие Инициативы. В связи с успешным осуществлением реформ МВФ и МАР согласились сократить вторую стадию до одного года. Таким образом, к апрелю 1998 г. Уганда подошла к завершающему этапу и получила снижение внешнего долга до 202 % к экспортным доходам. В соответствии с соглашением МВФ снижает свои требования к Уганде на 70 млн долл., или на 30 %, на следующие 9 лет. В сентябре 1997 г. МВФ и МАР распространили Инициативы на Боливию и Буркина-Фасо. Долг Боливии был снижен до 225 % к сентябрю 1998 г., Буркина-Фасо — до 205 %. К апрелю 2000 г. Бенин в июле 1997 г. достиг решающей точки, и его долговая ситуация без какой-либо помощи достигла удовлетворительного уровня.

В сентябре 1999 г. МВФ принял решение разработать новую стратегию снижения бедности на базе экономического роста (*Poverty Reduction and Growth Facility — PRGF*) вместо действовавшего с 1987 г. Расширенного фонда структурной перестройки (*Enhanced Structural Adjustment Facility — ESAF*). В разработке стратегии приняли участие Всемирный банк, другие двусторонние и многосторонние организации, которые выступают в качестве доноров, ибо финансирование стратегии не должно увеличивать долги принимающих стран. Национальные программы для реализации стратегии составляются самими принимающими странами с участием местной общественности, им помогают международные эксперты. Задача состоит в том, чтобы программа была максимально адаптирована к местным условиям, и ее реализация действительно сокращала бы количество бедных людей, защищала бы их во время проведения экономических преобразований.

14.1.5. Методы урегулирования платежных трудностей стран с переходной экономикой

Общее количество стран с экономикой, переходной к рынку, 28, в том числе стран Центральной и Восточной Европы, включая балтийские государства, — 16. Удельный вес группы переходных стран в мировом валовом продукте в 2000 г. оценивался в 5,9 %, в мировом экспорте товаров и услуг — 4,3 %; в том числе доля стран Центральной и Восточной Европы, включая балтийские государства, — 2,3 и 2,2 %; государств СНГ и Монголии — 3,6 и 2,1 %. Удельный вес России, по данным МВФ, в мировом ВВП составил 2,5 %, в мировом экспорте товаров и услуг — 1,5 %. Доля России в совокупном ВВП государств с переходной экономикой составила 42,0 %, в совокупном экспорте — 34,3 %, в совокупном внешнем долге — 39,2 %, в платежах по обслуживанию долга — 22,7 %.

В группе стран Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ) рост ВВП начался в 1994 г., среднегодовой темп за 1994-2000 гг. составил 3,3 % ВВП. Польша и Словакия не имели отрицательных значений роста в 1993-2000 гг., Словакия — с 1994 г.; темпы экономического роста Боснии и Герцеговины в 1995-1997 гг. в среднегодовом исчислении поднимались до 53 %. Группа стран ЦВЕ не имела совокупной трехзначной инфляции с 1993 г.; в некоторых странах ЦВЕ темпы инфляции вообще не поднимались до трехзначных показателей, в том числе

в Венгрии, Польше, Чехии, Словении. Балтийские государства начали преодолевать чрезмерный рост потребительских цен с 1994 г.; страны СНГ — с 1996 г.

Страны СНГ только в 1999 г. преодолели падение ВВП. В Белоруссии положительные темпы роста ВВП были отмечены с 1996 г.; в Украине — с 2000 г. В странах Закавказья и Центральной Азии падение производства приостановилось в 1996 г.; положительные темпы роста ВВП Армения имеет с 1994 г., Грузия — с 1995 г., Азербайджан, Киргизия, Узбекистан — с 1996 г.; в Казахстане оживление экономики началось в 1996 г. В России падение ВВП приостановилось в 1997 г., в 1998 г. — минус 4,9 %; с 1999 г. начался рост, который к 2003 г. составил, по оценкам, 36 %.

В соответствии с достигнутыми результатами в интеграции в мировое хозяйство и в экономических преобразованиях в группу наиболее продвинутых в группе стран с переходной экономикой в 1996 г. МВФ включил Чехию, Венгрию, Эстонию, Польшу, Словацкую республику, Хорватию, Латвию, Словению, Литву. Среди показателей, которые учитываются при оценке результатов, внешнеторговые квоты, приток капитала на душу населения, уровень инфляции, темпы роста ВВП и др. В 1990-е гг. внешнее финансирование стран с переходной экономикой осуществляли официальные и частные кредиторы развитых стран (табл. 14.3). От официальных кредиторов ресурсы поступали в виде официальной помощи развитию, других средств на цели развития, в том числе списаний и реоформления долгов членам Парижского клуба, а также посредством предоставления официально гарантированных экспортных кредитов, главным получателем которых является Россия — 55,5 млрд долл. на начало 2000 г.

Таблица 14.3
Чистое внешнее финансирование стран
с переходной экономикой в 1992-2001 гг., млрд долл.¹

Источники и виды финан- сирования	Годы									
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Всего	12,4	18,3	11,1	29,7	32,9	71,5	52,9	47,4	36,0	38,3
Не образующее долгов	6,2	8,8	15,3	11,7	14,7	30,9	21,8	23,1	23,9	27,3
ПИИ и акции	3,2	6,1	5,6	13,4	13,3	19,9	22,0	21,3	23,3	26,8
Заемное	6,1	9,5	-4,2	17,9	18,1	40,6	31,1	24,3	12,1	11,4
В том числе										
Официальные кредиторы	2,9	-0,8	-10,7	-4,7	4,9	19,0	8,2	-0,2	-0,5	-0,6
МВФ	1,6	3,7	2,4	4,7	3,7	2,5	5,5	-3,6	0,0	0,0
Банки	-1,2	7,4	4,2	-1,7	2,3	4,1	2,9	-0,4	1,2	1,3
Другие частные инвесторы	4,5	2,8	2,3	24,4	10,9	17,5	20,0	24,8	11,4	10,3

¹ Источник: IMF. World Economic Outlook. - Wash., October 2000. - P. 246.

Ведущая роль в официальном финансировании переходных стран принадлежит МВФ, кредиты которого служат гарантией получения не только других официальных, но и частных ресурсов. Из стран ЦВЕ наибольшую поддержку от МВФ получили Болгария и Румыния (около 40 млрд долл. каждая за 1992-1998 гг.). Чехия вообще не получала кредитов МВФ, Польша прекратила обращаться за помощью к МВФ в 1995 г., Венгрия - в 1998 г. За 1992-2000 гг. чистое кредитование стран СНГ по линии МВФ составило 16,4 млрд долл. С 1999 г. долг России МВФ стал снижаться, к январю 2004 г. он составил 5,1 млрд долл.

За 1990-2001 гг. совокупный чистый приток внешнего финансирования в страны с переходной экономикой составил 366,1 млрд долл., из которых 52,2 % было получено в кредит. Остальные 160 млрд долл. полученных средств не образовали долгов, поскольку они поступили в виде прямых иностранных инвестиций, портфельных инвестиций в акционерный капитал, а также представляли собой списания и реструктуризацию внешних долгов. За тот же период совокупный чистый приток капитала в переходные страны составил 205,6 млрд долл., в том числе приток официального капитала составил 13 %, частного капитала - 87 %.

Внешний долг (БД) стран с переходной экономикой увеличился с 1985 г. по 1991 г. более чем в 1,5 раза, а за 1991-2001 гг. он возрос еще в 2,1 раза; платежи по обслуживанию долга (ОВД) с 1985 по 1991 г. возросли на 40 %, к 2001 г. они увеличились еще на 83,4 %. Доля стран Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ) в общей сумме долга переходных стран составила в 1985 г. 51,0 %, в 1989 г. — 64,1 %, в 2001 г. - около 50 %. К 1991 г. отношение внешнего долга стран ЦВЕ к экспорту товаров и услуг достигло максимума для этой группы стран (ПО %) и стало снижаться, опустившись к 2002 г. до 95 %. Отношение долговых платежей к экспорту товаров и услуг (ОВД) к 1988 г. достигло опасного уровня (21,0 %), затем снизилось к 2001 г. до 17,5 % (табл. 14.4).

В отношении стран с переходной экономикой применяется далеко не весь арсенал методов урегулирования внешней задолженности, получившего широкое распространение в отношении развивающихся стран. Общепринятый подход в определенной степени распространен в странах Центральной и Восточной Европы. Специфика этих стран состоит в том, что проблема внешнего долга Западу возникла до распада СЭВ. Их совокупный внешний долг составил в 1981 г. 52,4 млрд долл.; в том числе долг Польши равнялся 26,2 млрд долл., ГДР - 14,2 млрд долл., Румынии - 10,2 млрд долл., Венгрии - 8,7 млрд долл. Задолженность Чехословакии и Болгарии была значительно ниже — 4,1 и 3,2 млрд долл. соответственно. К 1990 г. совокупный долг этих стран увеличился до 108,4 млрд долл. за счет Польши, Венгрии, Болгарии.

В 1990 г. ряд стран ЦВЕ находились на уровне обремененных долгами развивающихся стран по отношению внешнего долга к доходам от экспорта товаров и услуг. Для Польши показатель ВД/ЭТУ был 26,3 %, для Болгарии - 20,5 %, для Венгрии - 18,8 %. Большие социально-экономические трудности переживала Румыния в 1980-х гг. из-за долговых платежей. Правительство Н. Чаушеску, резко ограничивая внутреннее потребление, добилось роста валютных поступлений более чем в 13 раз за 1981-1988 гг. и погасило нею внешнюю задолженность в размере 21 млрд долл.

Таблица 14А

Внешние долги и платежи стран с переходной экономикой в 1985-2001 гг.¹

Страны с переходной экономикой	1985 г.	1991 г.	1998 г.	2001 г.
Внешний долг, млрд долл.				
Все страны	114,2	174,9	347,3	372,1
Страны ЦВЕ	85,3	108,2	161,4	183,3
СССР/Россия	28,9	66,5	152,4	150,4
Белоруссия и Украина	0,0	0,0	14,3	14,2
Страны Закавказья и Центральной Азии	0,0	0,0	19,2	24,2
Внешний долг/ЭТУ², %				
Все страны	72,3	131,2	121,0	107,2
Страны ЦВЕ	131,9	170,5	101,5	94,6
СССР/Россия	31,4	95,6	174,6	142,3
ОВД³, млрд долл.				
Все страны	20,3	28,3	50,3	51,9
Страны ЦВЕ	12,6	11,6	28,1	33,8
СССР/Россия	7,7	16,7	16,3	12,9
Белоруссия и Украина	0,0	0,0	2,3	2,4
Страны Закавказья и Центральной Азии	0,0	0,0	3,7	2,9
ОВД/ЭТУ, %				
Все страны	12,9	21,2	17,5	15,0
Страны ЦВЕ	19,4	18,2	17,7	17,5
СССР/Россия	8,3	24,0	18,7	12,2

Чехословакия проводила осторожную политику в отношении внешних заимствований и не имела проблемы внешнего долга, ее долг в 1990 г. практически остался на уровне 1981 г. У Венгрии были значительные долги — 21,3 млрд долл. в 1990 г., но она строго выполняла свои платежные обязательства и обеспечила себе репутацию первоклассного заемщика. Большие долговые проблемы были у Польши. В 1981-1989 гг. Польша четыре раза заключала соглашения о реструктуризации долга с официальными кредиторами и семь раз — с коммерческими банками; тем не менее польский внешний долг в 1990 г. приблизился к 50 млрд долл.

После вступления на путь рыночных преобразований Польша проявила готовность к выполнению обязательств перед МВФ по перестройке экономики. Эко-

¹ Источник: IMF. World Economic Outlook. - Wash., May 1993. - P. 183-184; October 2000. - P. 256-257.

² ЭТУ — экспорт товаров и услуг.

³ ОВД — обслуживание внешнего долга (платежи).

номическая политика Польши отличалась инициативностью и последовательностью в проведении реформ. В результате ей удалось договориться с официальными кредиторами, на долю которых приходилось более половины внешнего долга страны. В 1991 г. в рамках Парижского клуба было заключено соглашение с Польшей о снижении долга и его обслуживания на 50 %. Оставшаяся часть долга была пролонгирована на 19-23 лет с льготным периодом в 4-12 лет с прогрессивной шкалой амортизации, обеспечивающей постепенное возрастание долговой нагрузки.

Снижение польского долга осуществлялось в два этапа под наблюдением МВФ. Первый этап длился три года и завершился 31 марта 1994 г. За это время размер долга был снижен на 30 %, а 80 % просроченных процентных платежей были списаны. Основной польский долг был снижен на 2,9 млрд долл., его обслуживание — на 1 млрд долл. В феврале 1994 г. МВФ подтвердил выполнение Польшей взятых на себя обязательств и предоставил ей новый кредит, после чего начался второй этап снижения долга еще на 20 %. В соответствии с соглашением предусматривалось сокращение польских долговых обязательств еще на 10 % на основе двусторонних соглашений с кредиторами путем конверсии долгов в специальные фонды в злотых.

В сентябре 1994 г. Польша заключила соглашение с коммерческими банками Запада. Соглашение охватывало долг в размере 13 млрд долл., который снижался на 6,6 млрд долл. Был предусмотрен выкуп обязательств на сумму 2,4 млрд долл. по цене 45 центов за доллар, а также обмен обязательств на 4,5 млрд долл. на облигации того же или сниженного номинала (55 центов за доллар) со сроком выплаты 30 лет. Облигации обеспечивались залогом в 900 млн долл. в виде билетов американского казначейства, которые размещаются в ФРС США с использованием в октябре 2024 г. Расходы Польши по реализации соглашения составили 1,9 млрд долл., из которых 1,2 млрд долл. покрываются кредитами МВФ и МБРР.

За 1981-1999 гг. кредиторы Парижского клуба заключили со странами ЦВЕ 19 соглашений о реструктуризации внешних долгов и платежей по их обслуживанию на общую сумму 71 млрд долл. С Польшей кредиторы Парижского клуба заключили (1981-1991 гг.) 6 соглашений на общую сумму 63,7 млрд долл., с бывшей Югославией (1984-1988) — 4 соглашения на 3,5 млрд долл., с Болгарией (1991-1994) — 3 соглашения на 1,0 млрд долл., с Румынией (1982-1983) — 2 соглашения на 0,97 млрд долл., с Хорватией (1995) — 1 соглашение — 0,86 млрд долл., с Македонией (1995) — 1 соглашение на 0,28 млрд долл., с Албанией (1998-1999) — 2 соглашения на 0,2 млрд долл. К концу 1990-х гг. большинство стран ЦВЕ вышли из процесса реструктуризации долгов Парижскому клубу.

Бывшие советские республики (кроме России) в качестве независимых государств долгов западным кредиторам не имели, поскольку долги СССР взяла на себя Россия. С 1991-1992 гг. в большинстве стран СНГ долговая зависимость нарастала, и проблема урегулирования внешней задолженности Западу, России и другим странам СНГ становится важнейшей целью государственной политики. В начале 2000 г. Украина находилась на грани долгового кризиса. Украинское правительство категорически отказалось выплачивать проценты по еврооблигациям, которые были приобретены в основном мелкими вкладчиками Германии, и в одностороннем порядке объявило об изменении срока погашения долга с 2001 до 2007 г.

14.2. Институционально-структурные преобразования в развивающихся странах

14.2.1. От госкапитализма к рынку

За 1980-е гг. разрыв между развитыми и развивающимися странами увеличился не только количественно, но и качественно в результате достижения развитыми странами более высокого уровня развития и снижения уровня развивающихся стран вследствие долгового кризиса. Все это требовало кардинальных преобразований в развивающихся странах. Опыт латиноамериканских и других стран-должников показал, что реструктуризация внешних долгов, их списание, продажа на вторичном рынке, конверсия и другие мероприятия по ослаблению долгового бремени и сокращению задолженности сами по себе приносят лишь временное облегчение, но не решают проблему кардинально. Мероприятия по облегчению долгового бремени эффективны лишь в сочетании со стабилизационными и структурными реформами. Долговой кризис 1980-х гг. в основе своей имел не столько финансовые трудности этих стран, сколько структурное несоответствие их экономики мирохозяйственной системе в условиях развивающейся глобализации.

Долговой кризис, конечно, не породил концепцию экономической либерализации, она декларировалась в Латинской Америке еще в 1970-е гг. Но он подтолкнул страны-должники к реальным шагам по пути реформ под давлением обстоятельств и кредиторов, особенно МВФ и МБРР. МВФ и ранее оказывал содействие развивающимся странам в разработке и осуществлении стабилизационных программ, однако осуществлялись они вяло и непоследовательно. Именно кризис заставил ускорить реформирование экономики с помощью и при содействии МВФ и Всемирного банка, поскольку урегулирование задолженности обусловлено и сочетается с реформированием экономики.

Кризис задолженности стал сильнейшим экономическим потрясением для большой группы стран-должников, в то же время он явился мощным стимулом модернизации и структурной адаптации хозяйств среднеразвитых стран. Он заставил правительства стран-должников переосмыслить проводимую экономическую политику, приступить к рационализации экономики. С этой целью подавляющее большинство стран-должников осуществляют как разработанные самостоятельно, так и рекомендованные международными валютно-финансовыми организациями программы приспособления, макроэкономической стабилизации и структурной адаптации национальных хозяйств, а также рационализации внешнеэкономических связей, формируют экономику открытого типа. Реформы идут болезненно, с большими трудностями и социальными жертвами. Идут ломка и перестройка сложившейся модели развития, которая оказалась неэффективной.

В недавнем прошлом многие из этих государств, основываясь на идее национальной независимости, стремились к самообеспеченности с упором на импортозамещающую индустриализацию. В Латинской Америке сформировались экономики этатистского типа — государственный капитализм с высоким уровнем государственной собственности и финансовых ресурсов, с преобладанием административного регулирования хозяйства и протекционизма во внешнеэкономической деятельности. Ускоренный переход к экономике открытого типа означает резкое сокращение вмешательства государства в инвестиционные, кредитные,

валютные и внешнеторговые операции, сужение его участия в предпринимательской деятельности.

14.2.2. Приватизация промышленности и кредитно-банковской сферы

Главным содержанием реформ стала приватизация государственных предприятий с целью сокращения государственных расходов, получения денежных ресурсов, повышения эффективности производства, расширения пространства для частной предпринимательской деятельности, усиления рыночных механизмов, привлечения иностранных капиталов. Разгосударствление обычно начинается с второстепенных объектов и отраслей, а затем распространяется и на крупнейшие государственные компании, в том числе и в базовых отраслях производства; охватывает банковскую систему, телекоммуникации и др.

Наиболее системно приватизация осуществляется в тех странах, где ей предшествует серьезная разработка общенациональных и отраслевых программ и планов. Приватизация дает положительные результаты, когда определены источники финансирования, проведены инвентаризация и классификация всех предприятий для выявления целесообразности и очередности приватизации, осуществлены мероприятия по оздоровлению малорентабельных предприятий, а безнадежно убыточные ликвидированы, разработаны и приняты соответствующие законы и т. п. Под приватизацией в широком смысле понимаются любые процессы, ведущие к усилению рыночных механизмов регулирования экономики, к замене государства частными лицами в производстве и предоставлении благ и услуг.

В узком смысле приватизация — это полный или частичный переход государственной собственности в частные руки; установление частного контроля над государственной собственностью и другими государственными активами. Методами приватизации являются открытая продажа государственных акций; закрытая продажа акций определенным покупателям; новые частные капиталовложения в государственные предприятия; аукционная продажа государственных активов; разукрупнение государственных предприятий или создание холдинговых компаний с дочерними предприятиями; выкуп госпредприятий менеджерами или работниками; а также различные формы аренды и подряда, передача госпредприятий в управление частным лицам.

Приватизация стала ключевым направлением экономической политики М. Тэтчер в Великобритании, а затем и других развитых стран. В отношении развивающихся стран Запад и международные организации долго признавали приоритет государства в экономике. Более того, МБРР в 1970-е гг. осуществлял прямое финансирование государственных предприятий в развивающихся странах, что противоречило принципам его деятельности, направленной на развитие рыночных отношений. И только в 1981 г. в докладе исследовательской группы экспертов МБРР впервые прямо говорилось о неэффективности многих государственных предприятий и рекомендовалась приватизация.

Отдельные случаи приватизации были отмечены в Бразилии, Чили, Южной Корее и других странах задолго до долгового кризиса. В 1981 г. президент США Р. Рейган сформулировал новые принципы экономической политики для развивающихся стран; открытость экономики, создание благоприятного климата для иностранных частных инвестиций, отмена субсидий на продукты питания, устра-

нение диспропорций между государственным и частным секторами. При Агентстве по международному развитию США было создано Бюро по частному предпринимательству, которое предоставляло займы для проведения приватизации в развивающихся странах.

Процесс массовой приватизации в развивающихся странах начался во время долгового кризиса, который обнажил неэффективность государственной экономики, обременительность государственного предпринимательства для госбюджета, низкую результативность государственного управления во многих областях национального хозяйства. В 1980-е гг. была приватизирована незначительная часть госпредприятий. По некоторым данным, к 1990 г. из многих тысяч госпредприятий всего около тысячи были приватизированы, находились в стадии приватизации или планировались к приватизации.

В Латинской Америке наибольшее число государственных предприятий было передано полностью или частично в частные руки в годы кризиса в Бразилии, Мексике, Чили, Аргентине. В Азии были приватизированы от 7 до 15 компаний в Бангладеш, Пакистане, Сингапуре, в Южной Корее, на Филиппинах. В Африке наибольшее количество государственных компаний было приватизировано в Марокко, Тунисе, в Тропической Гвинее, Кот-д'Ивуаре, Нигере, Того.

Графики приватизации практически во всех странах нарушались, приватизация шла медленно, преодолевая оппозицию различных социальных групп, слабость частного сектора, неразвитость финансовых рынков и финансового законодательства, неотлаженность кредитных механизмов и механизмов размещения ценных бумаг. Слабость фондового рынка тормозила приватизацию крупных передних предприятий, одним из распространенных методов которой является продажа акций. Но главная сложность заключалась в нехватке средств у национального частного предпринимательства, их сосредоточение в руках доминирующих экономических династий, кланов, что вело к монополизации целых отраслей.

Только в 1990-е гг. приватизация начала осуществляться более системно в сочетании с другими преобразованиями и стабилизационными мероприятиями при активном участии ТНК. В Латинской Америке, на долю которой в 1988-1995 гг. пришлось половина приватизационных программ развивающегося мира, 25 % прямых иностранных инвестиций, осуществленных в 1990-1996 гг. в размере около 30 млрд долл., были связаны с приобретением государственных предприятий. ТНК в своих инвестиционных операциях активно использовали долговые требования, скупленные со значительными скидками.

В частности, в Аргентине конверсионными обязательствами было оплачено 5,4 млрд долл. прямых инвестиций, а в целом в латиноамериканском регионе за 1988-1995 гг. в форме конверсионных обязательств было инвестировано 13,5 млрд долл. ТНК вкладывают значительные средства в приобретенные ими приватизированные предприятия в ходе их модернизации и технического перевооружения. В результате производительность труда повышается, а занятость сокращается. Например, на заводах *Volkswagen* в Бразилии за 1991-1995 гг. занятость сократилась почти в 2 раза при увеличении выпуска машин в 1,5 раза.

Наряду с приватизацией промышленности осуществляются разгосударствление и реформирование банковской системы, в которой в свое время был сформирован крупный государственный сектор. В латиноамериканском регионе государ-

ственные банки, а также корпорации развития выступали в качестве основного источника средне- и долгосрочного кредита в целях развития производства в ключевых отраслях экономики. Государство в лице министерства финансов и центральных банков осуществляло жесткое административное регулирование всей кредитно-банковской системы, включая частный сектор.

Государство определяло уровень процентных ставок по основным активно-пассивным операциям частных коммерческих банков, объем и направление предоставляемых ими кредитов. Оно использовало механизм обязательной покупки государственных ценных бумаг, другие инструменты принудительной мобилизации ресурсов на ссудном рынке, эмиссионный механизм центральных банков для финансирования дефицита госбюджета. Глубокие банковские реформы, направленные на разгосударствление этой сферы, ослабление административной системы регулирования, либерализацию банковских услуг, начались в конце 1980-х гг. Они значительно ускорились в 1990-е гг., особенно после валютно-финансовых кризисов в Мексике, Аргентине, Венесуэле в 1994-1995 гг.

В ходе реформ статус центральных банков изменился, им была предоставлена независимость от законодательной и исполнительной власти. Более того, в ряде стран были приняты законы, запрещающие или ограничивающие использование эмиссионного механизма для финансирования бюджетного дефицита сверх утвержденной нормы в кредитно-денежном балансе. Закон о Банке Мексики (1994 г.), например, установил жесткие лимиты кредитов центрального банка правительству, которые могут предоставляться исключительно с целью компенсации временной несбалансированности бюджетных расходов и доходов.

Общерегionalной тенденцией в Латинской Америке стал переход от специализации банковских учреждений к многопрофильноеTM и диверсификации их деятельности. Крупные частные банки, превратившись в универсальные учреждения, стали совмещать операции коммерческих, инвестиционных, ипотечных банков, а также компаний потребительского кредита. Широкое развитие получили новые направления банковской деятельности, включая лизинг, факторинг, сделки с ценными бумагами, валютно-обменные операции и др. В результате коммерческие банки универсального типа заняли преобладающие позиции на рынке финансовых услуг. В кредитно-банковской сфере латиноамериканского региона ускоренными темпами происходят концентрация и централизация банковского капитала под влиянием конкуренции и целенаправленной государственной политики методами закрытия, слияний мелких и средних банков.

При этом правительства активно используют механизм санации для скупки активов обанкротившихся кредитно-банковских учреждений с их последующей перепродажей. Результатом этой политики стало сосредоточение активно-пассивных операций в ограниченном круге банков, о чем свидетельствуют данные по Аргентине, Мексике, Колумбии и других стран региона. Целенаправленное укрупнение кредитных банковских структур определяется проблемами их международной конкурентоспособности в условиях растущей либерализации, а также стремлением усилить роль банковского капитала в финансировании реальной экономики, включая крупные инвестиционные проекты с длительным сроком окупаемости. Государственные банки были приватизированы потому, что они

оказались на грани банкротства в новых жестких рыночных условиях и при ограничении доступа к ликвидным ресурсам центральных банков.

Приватизация банков началась в Мексике в 1990 г. на основе банковского законодательства и Закона о рынке ценных бумаг. В целях разработки принципов, схем приватизации и инструментария был создан Комитет по децентрализации банков. Приватизации подлежали все коммерческие банки, в том числе многопрофильные. Федеральные банки развития и государственные фонды развития оставались в собственности государства. Принципы разгосударствления включали сохранение мексиканцами контроля над банками, повышение их конкурентоспособности и эффективности, степени защиты интересов вкладчиков, а также диверсификацию капитала за счет значительного увеличения числа мелких акционеров, усиление банковских групп в отсталых регионах страны.

Приватизация многопрофильных коммерческих банков в Мексике была проведена в кратчайшие сроки и завершена в 1992 г. Доля федерального правительства в акционерном капитале банков резко сократилась. В 1995 г. в Аргентине был создан специальный фонд с целью реализации плана по приватизации государственных банков. В 1997 г. в **Бразилии** был приватизирован государственный банк «Банерж» на основе специального решения сената Национального конгресса. Ряд региональных бразильских банков, находившихся в федеральной собственности, был выставлен на продажу.

Еще много латиноамериканских государственных банков действуют и продолжают играть заметную роль в поддержке низкорентабельных, но важных с народнохозяйственной точки зрения проектов, в кредитовании мелких и средних предприятий. Для мексиканских государственных банков развития приоритетными сферами стали мелкие и средние компании и предприятия, сельское хозяйство, проекты социального назначения, а также другие сферы деятельности. Среди действующих государственных банков есть и крупные, занимающиеся финансовой поддержкой внешней торговли, обеспечивающие транспорт и связь, жилищное строительство, систему водоснабжения, городскую инфраструктуру.

Помимо структурных изменений в кредитно-банковской системе латиноамериканских стран осуществляется совершенствование механизма регулирования и контроля над банковской деятельностью. Речь идет о разработке и внедрении в практику эффективной системы нормативов и показателей банковской деятельности при усилении государственного контроля над их соблюдением. В латиноамериканских странах преобладают общие принципы подхода к построению системы норм и требований, регламентирующих банковскую деятельность.

Это введение предельного соотношения размера собственных средств и активов, определение достаточности собственного капитала процентом от суммы активов (8 %); классификация активов по степени их риска и создание резервных фондов на случай невозврата долгов. С **ЭЖИ** целью в законодательство включается четкое определение «неблагополучных активов», согласно мировой практике таковыми считаются требования, просроченные свыше 90 дней без **солидного** обеспечения.

По новому законодательству банки обязаны отражать в своих отчетах неполученные проценты, создавать резервные и страховые фонды, учитывать риски, соблюдать норматив кредитования одного заемщика, определенного в виде процента

от общей суммы собственных средств банка, обычно это 10-15 %. Понятие одного заемщика включает и группу компаний, пользующихся одним и тем же источником погашения долгов.

Латиноамериканские страны переходят к открытости и либерализации финансовых рынков, многие ограничения отменены или смягчены. Они все больше применяют современные формы, методы и инструменты кредитно-финансовой и валютной политики, внедряют новейшие банковские технологии, содействуют формированию высококонкурентной среды. Степень открытости банковских систем по странам и по направлениям финансового бизнеса различна.

В Чили иностранные инвесторы в банковском бизнесе практически уравниваются с национальными инвесторами. В Аргентине в 1994 г. были сняты существенные ограничения законодательного и процессуального характера на приток зарубежного капитала в кредитную систему. Иностранные банки получили право беспрепятственного создания своих подразделений на территории страны, в том числе и за счет приобретения уже действующих аргентинских банков или доли участия в их капитале. В Аргентине все кредитные иностранные учреждения регулируются теми же законодательными актами, что и национальные.

В Перу (с 1991 г.) и в Боливии (с 1993 г.) гарантируется свободная конкуренция между функционирующими в стране иностранными и национальными банками. Филиалы и отделения иностранных банков в этих странах пользуются теми же правами и привилегиями, а также регулируются законами, нормами и регламентами, что и национальные банки. Ускорился в 1990-е гг. процесс либерализации кредитно-банковской системы в Мексике. В отношении партнеров по НАФТА (США и Канады) Мексика имеет возможность проводить либерализацию режима поэтапно до 2004 г.

При этом применяются различные способы создания банковских учреждений с участием иностранного капитала: приобретение акций мексиканских банков на фондовой бирже, участие зарубежных банков в приватизации, проведение операций своп по обмену долговых обязательств на пакеты акций мексиканских предприятий и банков. Участие иностранного капитала допускается также в холдинговых компаниях мексиканских финансовых групп и многопрофильных банках в соответствии с поправками 1995 г. к закону о кредитных институтах,

В Бразилии процесс внедрения иностранного капитала в кредитно-банковскую систему осуществлялся значительно медленнее, чем в других странах региона. Участие иностранного капитала в акционерном капитале национальных банков допускается в случае их банкротства, а также поощряется программой приватизации государственных банков. Внедрение нерезидентов осуществляется на основе специальных президентских декретов, разрешающих участие зарубежных инвесторов в капитале приватизируемых кредитно-финансовых учреждений при отсутствии местного конкурента, имеющего приоритет.

Однако большая часть иностранных кредитных учреждений, действующих в Бразилии, была создана до принятия ограничительных законов 1986 г. и Конституции 1988 г. Поэтому иностранный капитал уже присутствует во всех звеньях бразильской кредитно-банковской системы: в многопрофильных и инвестиционных банках, в компаниях «финансейрас», в банках развития, страховых и лизинговых компаниях. Доля иностранного капитала в банковской системе страны

в конце 1995 г. составила 13 % депозитов и 30 % кредитов, предоставляемых частными национальными банками. Филиалы крупнейших иностранных банков уступали национальным бразильским банкам по размеру капитала и по объему операций.

К концу 1990-х гг. процесс приватизации был в основном завершен в Чили и в Мексике; он близился к концу в Перу, находился на подъеме в Бразилии, Аргентине, Венесуэле, Уругвае, Эквадоре и других латиноамериканских странах. Осуществлялись реформы структуры экономики в африканских, а также азиатских государствах, переживших долговой кризис.

14.2.3. Мероприятия макроэкономической стабилизации

Важными целями структурных реформ и их предпосылками являются оздоровление финансовой системы, снижение инфляции, дефицита госбюджета, укрепление национальной валюты и другие меры макроэкономической стабилизации. В латиноамериканском регионе инфляция достигла своего пика в 1989-1990 гг., когда ее уровень поднялся до 340-445 % в Аргентине, Бразилии, Никарагуа он достигал 2000-3000 %, в Перу - более 7000 %. Снижение бюджетного дефицита в крупных странах Латинской Америки было осуществлено довольно быстро за счет снижения расходов на государственные инвестиции и социальную сферу на рубеже 1990-х гг.

Но поддержание дефицита на приемлемом уровне потребовало осуществления коренной бюджетной реформы. Дефицит надо было удерживать на таком уровне, чтобы превышение доходов над расходами можно было профинансировать неинфляционными методами, т. е. в основном за счет внутренних и внешних государственных займов. Правительства латиноамериканских стран отказались от прежней инфляционной политики и встали на путь неинфляционных методов стимулирования экономики.

Наиболее последовательно эта политика проводилась в Чили с 1990 г., в Аргентине с 1991 г., в Бразилии с 1994 г. Центральным банкам было запрещено осуществлять денежную эмиссию, не подкрепленную адекватным ростом инвалютных резервов. Одновременно проводилась политика снижения процентных ставок по кредитам; к банкам предъявлялись жесткие резервные требования. Наряду с этим поддерживались положительные ставки по депозитным вкладам для привлечения сбережений населения. Правительства усилили контроль на рынке ссудного капитала, особенно за движением «коротких денег» после мексиканского кризиса 1994 г.

Ключевым звеном бюджетной политики является налоговая реформа, направленная на создание эффективной системы, обеспечивающей доходную часть бюджета и одновременно стимулирующей инвестиции в производство. Принципы изменения налоговых систем достаточно универсальны, они тождественны реформам Р. Рейгана и М. Тэтчер. Это расширение базы налогообложения, сокращение числа взимаемых налогов, пересмотр применяемых ставок, в том числе сокращение их множественности, ликвидация большинства налоговых льгот, ужесточение контроля над сбором налогов, частичная передача налогов местным органам власти.

Так, в Мексике за 1988-1992 гг. ставка личного подоходного налога была снижена с 50 до 35 %, корпоративного — с 42 до 38 %, при этом число налогоплатель-

щиков возросло более чем в два раза. Ставка НДС была снижена с 20 до 10 %, некоторые косвенные налоги были пересмотрены, общее количество федеральных налогов было сокращено с 18 до 6. В результате всех мероприятий налоговые поступления в мексиканский бюджет возросли почти на 30 %.

В Аргентине коренная налоговая система началась на рубеже 1990-х гг. Уровень НДС на все виды товаров и услуг был установлен в размере 18 %. В ходе реформы были отменены многие налоги, тормозившие рост, в том числе на экспорт, на финансовые сделки, а также обязательные сборы. Одновременно были аннулированы все режимы стимулирования и освобождения от налогов в металлургии, судостроении и самолетостроении.

В начале 1990-х гг. в Аргентине существовало четыре вида налогов: НДС, подоходный, импортные тарифы и акцизы на некоторые товары. За неуплату налогов были введены разного рода наказания. Корпоративный налог был установлен на уровне 30 %, ставки личного подоходного налога колебались от 10 до 30 % в зависимости от уровня дохода. Были сохранены традиционно высокие налоги на зарплату, из которой 26 % идет на пенсионное обеспечение. Налоговые поступления в бюджет выросли с 12,7 до 22,5 % ВВП за 1989-1992 гг.

В Чили принципы налогообложения были разработаны еще в 1970-е гг. В 1990 г. был принят новый закон об увеличении основных ставок налогообложения для получения дополнительных источников финансирования дорогостоящих социальных программ, к выполнению которых правительство приступило только после пяти лет экономического роста. В Бразилии проведение бюджетной и налоговой реформы началось в 1996 г. В рамках плана стабилизации 1993 г. для ликвидации бюджетного дефицита был сформирован чрезвычайный социальный фонд за счет повышения действующих и установления новых налогов, а также за счет доходов от приватизации.

Пенсионные фонды вместе со страховыми компаниями являются основными национальными инвесторами в производственный сектор экономики. Наибольших успехов в стимулировании сбережений населения добились в Чили, где одно время действовала принудительная система частных сбережений в государственные облигации. В 1980 г. была начата приватизация пенсионной системы. В результате этих и других мер норма внутренних сбережений в Чили составила 25,4 % ВВП в 1995 г., в то время как в Мексике она равнялась 13 %, в Бразилии — 17 %.

В политике бюджетных расходов ведущих латиноамериканских стран можно выделить некоторые общие приоритеты. К ним относятся установление жестких лимитов на расходы центрального правительства; существенное сокращение административных расходов и переориентация высвобождаемых средств на неотложные общественные нужды; сокращение льгот и субсидий, прежде всего государственным предприятиям; приватизация государственной собственности; выборочное прекращение финансирования второстепенных для нужд экономики проектов; реструктуризация государственного долга.

Государственные инвестиции рассматриваются в этих странах в качестве генератора роста, что подтверждено практикой Чили и других стран. Рост государственных капиталовложений вызывает возобновление притока иностранных инвестиций, и только потом подключаются частные местные инвесторы,

Важным источником получения бюджетных доходов являются разгосударствление и ревизия финансируемых государством проектов в сторону снижения, а также сокращение административных расходов центрального правительства. Сокращение численности занятых в федеральных органах управления было осуществлено, например, в Аргентине и в других странах, что позволило значительно снизить расходы по оплате их труда. Начатые в 1990 г. радикальные реформы в Аргентине **были** направлены на перестройку государственных финансов через приватизацию и федерализацию. Приватизация, как и в Мексике, сопровождалась ростом частных инвестиций, особенно иностранных.

Наряду с этим осуществлялась политика дерегулирования и децентрализации, направленная на стимулирование рыночной конкуренции, сопровождаемая отменой регулирования рынков и роспуском контролирующих органов. Одновременно государственное регулирование направлялось на разработку механизмов по стимулированию внутренних накоплений, в том числе через частные инвестиционные фонды. Главным инструментом финансовой политики государства стало регулирование ставки банковского процента с целью привлечения частных инвестиций через стимулирование частных сбережений, а также эффективное распределение кредитных ресурсов между производителями.

Кредитная политика в интересах роста, в свою очередь, тесно связана с валютным регулированием. В Аргентине в 1991 г. была введена свободная конвертируемость национальной валюты по фиксированному обменному курсу к доллару. В Чили правительство гибко управляет номинальным валютным курсом, чтобы предотвратить его чрезмерное завышение. Валютная политика стала важным инструментом перераспределения ресурсов, стимулирования экспорта. За последние годы страна превратилась из поставщика сырья в развитого экспортера с довольно диверсифицированной структурой промышленного экспорта. Поддержание высокого и стабильного реального обменного курса и ограничительная кредитно-денежная политика — основные приоритеты Центрального банка.

В 1989 г. был принят закон о Центральном банке, закрепивший его независимость от центрального правительства и одновременно четко сформулировавший его права и обязанности, в том числе и по соблюдению принципов макроэкономического равновесия. Вместе с тем государство продолжает контролировать деятельность коммерческих банков. Среди латиноамериканских стран Чили осуществляет наиболее жесткое регулирование финансовой сферы. С 1995 г. Центральный банк и министерство финансов Чили используют новые подходы к денежной политике, открыто воздействуя на рынок кредитных ресурсов через механизм регулирования процентной ставки на государственные обязательства. При этом Центральный банк использует для финансирования государственного долга только государственные облигации.

Кредитно-денежная и валютная политика Чили оказалась самой успешной и результативной среди стран региона в решении задачи **восстановления** и поддержания экономического роста. Экономическая политика была адекватна стратегии, направленной на развитие экспортного и импортозамещающего производства за счет внешних и постоянно растущих внутренних ресурсов. Этому способствовали и аффе́ктивная политика урегулирования внешней задолженности, весомая поддержка со стороны США и международных финансовых организаций.

14.2.4. Региональные и национальные особенности экономических реформ 1990-х гг.

В начале 1990-х гг. латиноамериканскому региону в основном удалось преодолеть кризис 1980-х гг. и приступить к формированию структурно-адаптированных хозяйств. Темпы экономического роста региона в 1993-1994 гг. составили 4-5 % ВВП (в 1983-1992 гг. — 2,3 %). Важными показателями выздоровления экономики явились репатриация капиталов и расширение притока иностранных инвестиций. Реформы проходили болезненно с большими издержками. Это крупный и растущий дефицит торгового баланса, вытеснение местной продукции импортом, закрытие предприятий и безработица, кризис обрабатывающей промышленности, которая, по мнению латиноамериканских экономистов, перестала быть мотором экономического роста и генератором новых рабочих мест. Производство сельскохозяйственных культур сократилось, поляризация населения усилилась, выросло число обездоленных, участились волнения и беспорядки в неблагополучных районах.

Аргентина и Мексика пережили валютно-финансовый кризис 1994-1995 гг., и только в 1996-1997 гг. восстановили темпы экономического роста, которые в 1998 г. вновь замедлились в Мексике и стали отрицательными в Аргентине. Бразилия в 1998 г. пережила валютно-финансовый кризис. Темпы роста бразильской экономики сократились до 0,2 %, упал индекс акций, «сбежала капитал в значительных суммах, несмотря на поднятие учетной ставки; сократились золотовалютные резервы, увеличился государственный долг.

Социальная цена реформ в Латинской Америке оказалась очень высокой. В связи с этим на 25-й сессии ЭКЛАК весной 1994 г. главное внимание было уделено социальным аспектам развития. Эксперты МВФ и МБРР стали следить за тем, чтобы стабилизационные программы содержали социальные аспекты и механизмы социального выравнивания. Социальная направленность реформ в латиноамериканских странах усиливается под воздействием критики правительственных мероприятий, слабо учитывающих интересы общества и усиливающих социальную напряженность.

Особого внимания заслуживает изучение опыта **Чили**, ибо, во-первых, там происходил переход от экономических реформ социалистического характера правительства Г. Альенде к рыночной экономике. Во-вторых, переход Чили к **неолиберальной** модели развития начался в 1973 г. с приходом к власти правительства Пиночета после трехлетнего правления Фронта народного единства. В-третьих, экономика Чили развивалась наиболее стабильно и динамично в 1984-1997 гг. Среднегодовой прирост ВВП в 1983-1992 гг. составил 5,9 % при двузначной инфляции, в 1993-1997 гг. — 7,6 % при однозначной инфляции (с 1995 г.), в 2000 г. она составила 3,8 %. МВФ в 1997 г. включил Чили в группу быстро индустриализирующихся экспортеров.

На первом этапе неолиберальных реформ (1973-1981 гг.) ключевыми элементами были масштабная приватизация государственной собственности и либерализация внешней торговли. Реформы начались, когда инфляция составляла 600 % в год. Жесткая монетаристская политика военного режима позволила уже к концу 1973 г. снизить инфляцию, и на протяжении последующих пяти лет ее годовой уровень удалось плавно довести до 30 %.

Одним из первых шагов военного режима были отмена налоговых льгот, введение единого налога, снижение его ставки и ужесточение контроля над выплатой налогов. Параллельно осуществлялась либерализация рынка капиталов. В 1975 г. началась поэтапная приватизация коммерческих банков. Отменялось регулирование процентных ставок, условий банковского депозита, предоставлялись льготные условия иностранным банкам, ограничения на вывоз капитала были снижены. Вместе с тем была существенно ограничена система льготных займов фермерам, мелким предпринимателям и инвесторам.

Процесс приватизации начался сразу с приходом к власти нового правительства. Были возвращены ранее национализированные мелкие и средние предприятия, а затем началась приватизация государственных фирм, созданных в довоенные и последующие годы. Приватизация в Чили продолжается более 25 лет, она проводится постепенно с использованием многообразных форм. Широко использовалось и распространение акций приватизируемых предприятий среди рабочих и служащих, что привело к их заинтересованности в повышении производительности труда.

В области сельского и лесного хозяйства, рыболовства структурная перестройка была осуществлена на первом этапе реформ. Были ликвидированы сельскохозяйственные кооперативы, но латифундии не были восстановлены. Появились высокорентабельные фермы площадью 40-80 га орошаемых земель, тесно связанные с ориентированными на экспорт переработчиками фруктов и овощей; сохранялось большое число низкорентабельных мелких и средних хозяйств до 20 га. Программа по регулированию, управлению, использованию и развитию лесных ресурсов, разработанная еще в 1960-е гг., начала реализовываться с 1974 г. В результате экспорт древесины увеличился с 1970 по 1980 г. в 12,2 раза и занял третье место в экспорте страны после меди и медной руды.

Во время первого этапа реформ все нетарифные барьеры были устранены, таможенные пошлины были снижены на все товары к 1979 г. В экспортной политике основными определяющими факторами были обменный курс и общая либерализация внешнеторговой деятельности. В 1973-1979 гг. проводились минидевальвации, затем обменный курс был заморожен.

Второй этап реформ, содержание которого можно охарактеризовать как сочетание неоллиберализма с государственным регулированием, начался в 1982 г. и продолжался до 1989 г. Он охватил период долгового кризиса, бушевавшего в Латинской Америке; в Чили с 1984 г. начался экономический рост. На втором этапе реформ были усилены стимулы для развития экспорта, ибо внутренний рынок в результате торговой либерализации был насыщен импортными товарами. Повышение цен вызвало подъем в развитии некоторых импортозамещающих промышленных и аграрных производств. Частично были восстановлены меры защиты импортозамещающего производства.

Импортные пошлины на некоторые товары, в том числе на пшеницу, сахарную свеклу и масличные культуры, были подняты до 15 % в 1988 г., что обеспечило подъем сельского хозяйства и рост занятости. Экспортная стратегия чилийских корпораций 1970-1980-х гг. существенно отличалась от азиатских корпораций, которые опирались на электронику и другие капиталоемкие и быстро развивающиеся отрасли. Компании Чили ориентировались на производство плодоовощ-

ной и рыбоперерабатывающей индустрии, которые не требовали больших капиталовложений.

В 1980-е гг. политика в отношении обменного курса вновь вернулась к минидевальвациям. Правительство стало вмешиваться в дела коммерческих банков и взяло под контроль финансовое состояние большинства из них, предотвратив тем самым банкротства. Дефицит бюджета поддерживался на низком уровне, осуществлялся жесткий контроль над инфляцией (11 % в конце 1988 г.), НДС был снижен до 16 %. При этом в 1985-1989 гг. Чили ежегодно выплачивала по долговым обязательствам до 1 млрд долл. в основном за счет сокращения импорта.

Современный этап чилийских реформ (с 1990 г.) опирается на достигнутые за предшествующий период результаты. Его важнейшим направлением является стимулирование экспорта, в том числе за счет формирования интегрированных производственных комплексов для глубокой переработки имеющегося собственного сырья. Экспорт увеличился с 1994 по 1997 г. в 1,5 раза, импорт — в 1,6 раз, торговый дефицит за 1996-1997 гг. составил 2,0 млрд долл. В Чили была создана эффективная система государственной и частной поддержки экспортеров, в том числе и мелких производителей нетрадиционных товаров. С 1991 г. действует Управление по поощрению экспорта, которое предоставляет информационные и консультационные услуги по рекламе, маркетингу, участию в международных выставках и т. п.

Правительству Чили удалось добиться быстрого притока иностранного капитала. Важную роль при этом сыграло не столько благоприятное законодательство, сколько стабильность экономики и устойчивые темпы ее роста. Иностраный капитал был привлечен и частичной приватизацией горнорудной промышленности, и денационализацией других отраслей, Норма инвестиций увеличилась до 27-28 % в 1994-1995 гг., национальные сбережения превысили инвестиции на 1,1 % ВВП в 1995 г. Деньги мелких вкладчиков собирают частные пенсионные фонды под контролем и при поддержке государства.

Бразилия входит в немногочисленную группу развивающихся стран — экспортеров промышленной продукции. Среднегодовые темпы роста ВВП в 1951-1980 гг. составили 7,2 %, в 1991-2001 гг. — 2,5 %. Бразилия начала активно привлекать внешние ресурсы в 1970-е гг. в условиях нефтяного кризиса, а затем во время долгового кризиса. Ее внешний долг рос быстрыми темпами, в 1974 г. он составил 13 млрд долл., в середине 1980-х гг. он держался на уровне 100 млрд долл. В 1990-е гг. внешний долг увеличивался не только абсолютно, но и относительно: в 1994 г. он равнялся 18,2 % ВВП, в 1999 г. — 44,6 % ВВП.

С 1986 г. в условиях демократического правления после двадцатилетия военных режимов в Бразилии было принято более десятка стабилизационных программ, но макроэкономические показатели не стали лучше, а социальные показатели значительно ухудшились. Согласно программе приватизации, принятой в 1990 г., частным инвесторам разрешалось приобретать за наличные 30 % акций госпредприятий. Остальные 70 % акционерного капитала покрывались долговыми требованиями иностранных государств, облигациями или банковскими обязательствами, т. е. за счет внешних долгов с высокой скидкой. В результате госпредприятия шли с молотка по бросовым ценам.

Приватизация возобновилась в 1994 г. и проводилась в два этапа. На первом этапе продавались преимущественно убыточные предприятия, на втором — нача-

лась массовая приватизация. В частные руки передавались крупные металлургические, нефтехимические, авиастроительные, горнорудные предприятия, железные дороги. В программу разгосударствления были включены банки, открытые как для местных, так и для иностранных вкладчиков капитала. Усилились слияние и скупка одних банков другими, образовались мощные финансовые структуры. Правительство разработало Программу стимулирования и реструктурирования национальной финансовой системы.

В конце 1990-х гг. началась передача частному сектору объектов инфраструктуры и сферы коммунальных услуг. В 1997-1998 гг. состоялись первые аукционы по передаче прав на управление сотовой телефонной связью, была разработана и схема приватизации проводной телефонной связи. Разрабатывается модель разгосударствления предприятий коммунальных услуг, ранее почти целиком входивших в госсектор. Участие иностранного капитала в бразильской программе приватизации нарастало. Его доля в 1995 г. составила 4,2 %, в 1996 г. — 20 %, в 1997 г. — 36 %.

В 1998 г. была приватизирована телефонная компания «Телебраз*», принесшая 19 млрд долл. в бюджет, приватизация двух государственных банков дала доход 1,2 млрд долл., иностранные инвесторы купили «Банко реал» и др. Вместе с тем вслед за продажей контрольного пакета акций часть акций предлагается служащим приватизируемых компаний, а также продается всем заинтересованным лицам. Акции государственных компаний, находящихся в процессе приватизации, составляли свыше 60 % ежедневного оборота биржи Сан-Пауло, дающей 85 % оборота бразильского рынка корпоративных ценных бумаг.

Бразильская программа приватизации считается самой масштабной в мире. За 1991-2000 гг. было приватизировано 107 предприятий, в том числе 26 предприятий штатов, на общую сумму 91,7 млрд долл., из которых 18,0 млрд долл. составили конверсии долгов. По сумме, полученной от приватизации, отраслевая структура была следующей: телекоммуникации — 32 %, черная металлургия — 9 %, добывающие отрасли — 7,5 %, электроэнергетика — 6 %, железные дороги — 4 %.

Важную роль в стабилизации и реформировании бразильской экономики сыграл крупный экономист Ф. Э. Кардозу, который сначала был министром финансов (1992-1994 гг.), а с 1994 г. стал президентом страны. Приняв руководство финансами, Ф. Кардозу начал борьбу с бюджетным дефицитом и инфляцией, механизм которой был запущен в 1960-х гг. Уровень инфляции достиг в среднегодовом исчислении в 1983-1992 гг. 476 %, в 1993-1994 гг. — свыше 2000 %. Антиинфляционные меры были заложены в план Реал, одобренный парламентом в 1994 г. Поддержка населения, профессиональная быстрота реализации плана при соблюдении последовательности этапов, наличие крупных валютных резервов позволили снизить темпы инфляции в 1996 г. до 15,8 %, в 1997 г. — 6,9 %, в 1998 г. — 3,2 %.

Это восстановило доверие местных и зарубежных предпринимателей и инвесторов к бразильскому рынку. Приток капиталов в Бразилию в 1995 г. составил 28 млрд долл.; рост валютных резервов позволил поддерживать курс реала. Либерализация внешней торговли содействовала росту экспорта в 1994-1997 гг., увеличению дефицитов торгового и текущего платежного балансов. Разгосударствление заняло важное место в реформировании бразильской экономики. Государствен-

ные предприятия были созданы еще в 1950-1960-х гг.; государство владело и современными отраслями промышленности, и инфраструктурой.

Программа президента Ф. Кардозу содержала пять основных направлений: аграрная реформа, жилищное строительство, социальная защита, образование, здравоохранение. В рамках аграрной реформы были осуществлены изъятие земель у латифундистов за нарушение трудового законодательства, выкуп пустующих участков латифундистов и передача их в пользование нуждающимся гражданам. В 1995 г. на землях, превышающих 1 млн га, были расселены тысячи семей; в 1996 г. по программе Института аграрной реформы 60 тыс. безземельных семей должны были получить собственные наделы.

В области образования была поставлена задача вдвое сократить число неграмотных к 1998 г., ввести унификацию учебного процесса, бесплатное распределение учебников и другие мероприятия. Новая система финансирования высшего образования предполагает распределение бюджетных ассигнований в соответствии с вкладом вуза в подготовку кадров. Речь идет о выделении средств на компьютеризацию, повышение зарплаты преподавателям школ и вузов.

Бразилия находится в начальном периоде структурных преобразований, которые по существу начались с приходом Ф. Кардозу, поскольку все предыдущие попытки реформирования не дали результатов. Залогом успеха можно считать социальный консенсус, диалог с США, Японией и другими странами с развитой экономикой, взаимодействие с международными финансовыми организациями. Однако темпы экономического роста Бразилии во второй половине 1990-х гг. были существенно ниже средних показателей по региону.

Из азиатских стран только **Филиппины** были включены в группу крупных должников по плану Бейкера. Урегулирование филиппинского долга сопровождается реформированием экономики, ее структуры и системы. Филиппинский долговой кризис, разразившийся в 1983 г., уходит своими корнями в 1970-е гг., когда на Филиппинах началась стратегия «нового общества» социалистического типа. Реализация трансформации филиппинского общества осуществлялась на основе повышения роли государства, включая его прямое участие в хозяйственной деятельности и кредитовании частного сектора.

В условиях нехватки собственных ресурсов для выполнения амбициозных программ государство активно использовало печатный станок и внешние займы, что вызвало увеличение дефицита госбюджета и текущего платежного баланса. В период реализации стратегии «нового общества» произошли некоторые позитивные сдвиги в структуре экспорта за счет увеличения вывоза промышленных товаров. Но филиппинская модель по меркам других стран Восточной Азии была слабо интегрирована в мировое хозяйство, имела низкую экспортную квоту и завышенный валютный курс.

В октябре 1983 г. Филиппины прекратили выплаты основной части внешнего долга и объявили мораторий. Внешний долг составил 24,3 млрд долл. В ноябре 1984 г. МВФ одобрил стабилизационную программу, которая открыла путь к урегулированию внешней задолженности на многосторонней основе в рамках Парижского и Лондонского клубов. В результате достигнутых соглашений сроки погашения большей части основной суммы долга были значительно отодвинуты, краткосрочные кредиты были конвертированы в долгосрочные обязательства;!

За счет новых кредитов были произведены платежи по процентам, возобновилось краткосрочное кредитование внешнеторговых операций.

В результате осуществления жесткого режима экономии, направленного на сокращение финансовых дефицитов, ВВП Филиппин сократился на 10 % за 1984-1985 гг., в расчете на душу населения — на 14 %, норма накопления упала с 28 % в 1983 г. до 17 % в 1985 г., безработица возросла вдвое. В 1987 г. была разработана новая стабилизационная программа, в которой была закреплена переориентация на стимулирование экономического роста, в частности, за счет дефицитного финансирования; дефицит госбюджета был разрешен до 4,4 % ВВП.

В феврале 1992 г. было достигнуто соглашение с Лондонским клубом, допускающее использование рыночных методов снижения внешнего долга и платежей. Долговые обязательства Филиппин котируются на вторичном рынке в среднем с дисконтом в 50 %, затем они конвертировались в национальную валюту и инвестировались в национальную экономику. Была задействована программа конверсии долговых обязательств фирм-банкротов, взятых под управление государства. Такие фирмы продаются со скидкой 50 %, вырученные средства поступают в фонды Центрального банка для урегулирования внешней задолженности. Допускается и прямая конверсия долговых обязательств в инвестиции.

Инвестиции нерезидентов в приоритетные отрасли разрешается репатриировать через три года, перевод прибылей не ограничен. Инвестиции в неприоритетные отрасли могут быть репатриированы через 8 лет, а перевод прибылей возможен через четыре года. Около 80 % инвестиций по программе конверсии долгов были направлены в приоритетные отрасли, из них почти половина — в экспорт-ориентированные отрасли. В реализации этой программы участвует иностранный и репатриированный местный капитал.

Важнейшая проблема Филиппин — приватизация государственной собственности, включая госпредприятия, большинство из которых нерентабельны. Программа приватизации на 1987-1992 гг. осуществлялась достаточно вяло, несмотря на то что иностранным вкладчикам было разрешено 100 %-ное владение. В последующие годы этот процесс ускорился за счет конверсии долговых обязательств. Оценивая ситуацию в целом, можно утверждать, что Филиппины начали реформирование и структурные преобразования экономики, обеспечили экономический рост в 1995-1997 гг. в среднем 5,0 % ВВП, в 1998 г. — минус 0,6 %, в 1999-2000 гг. — 3,4 и 4,0% ВВП.

14.2.5. Содействие Всемирного банка в проведении реформ

Структурные реформы в развивающихся странах осуществляются при содействии и под нажимом МВФ и МБРР. В ряде стран приватизация началась исключительно под давлением МВФ, в частности в Коста-Рике, где правительство, несмотря на сопротивление общественности, приняло закон о приватизации и открыло доступ иностранному капиталу в отрасли, традиционно находившиеся под контролем государства. Венесуэла получила первый кредит от МВФ в середине 1996 г. только после принятия обязательств ускорить приватизацию и использовать средства на поддержание стабильности валютных резервов.

Со второй половины 1980-х гг. эти многосторонние кредиторы стали направлять займы не только на государственные проекты, но и на стабилизацию финан-

сов, развитие частного сектора и приватизацию. МВФ прилагал немало усилий, чтобы ускорить процесс структурной адаптации и приватизации при переходе развивающихся стран к политике открытых дверей для расширения сферы деятельности ТНК и ТНБ. В своих рекомендациях МВФ иногда определял конкретные сроки разгосударствления собственности той или иной страны. Было также рекомендовано включать долговые обязательства в механизм осуществления приватизации.

Вместе с тем МВФ и Всемирный банк оказывают финансовую, консультационную и другую помощь в осуществлении приватизации и укреплении частного сектора. Всего за 1987-1996 гг. страны латиноамериканского региона получили от Всемирного банка кредитов на общую сумму 54,5 млрд долл., из которых доля МБРР составила 95,2 %, МАР — 4,8 %; страны африканского континента — 31,8 млрд долл.

В 1991-1994 гг. МБРР и МАР выделили 3,1 млрд долл. на финансирование мероприятий по статье «управление государственным сектором». В частности, Уругвай получил кредит МБРР на финансирование технической помощи в разработке государственной программы по реформированию госпредприятий и приватизации, в том числе в области связи, энергетики и транспорта. МБРР оказал финансовую помощь правительству Перу в подготовке и осуществлении программы приватизации и связанных с ней реформ секторной политики, законодательства и регулирования. МБРР оказал содействие Аргентине в приватизации и преобразовании государственных промышленных предприятий, в сокращении государственного финансирования и бюджетного дефицита, в улучшении условий для инвестиций и развития частного сектора на конкурентной основе.

Африканские страны получают льготное финансирование в основном от МАР. В частности, Ассоциация профинансировала затраты Гвинеи, связанные с приватизацией национальных предприятий по выработке энергии и с совершенствованием законодательства по энергетике. Сьерра-Леоне получила от МАР кредит на разработку программы технической помощи для повышения эффективности бюджетного процесса, отчетности, контроля над государственными расходами, улучшения стандартов общественного управления, сокращения сектора государственных предприятий и повышения его эффективности; Нигерия — на поддержку усилий правительства в области бюджетного управления, приватизации и коммерциализации.

В 1995-1996 гг. Латинская Америка получила от Всемирного банка 1,3 млрд долл., Африка — 772,0 млн долл., азиатские страны — 180,0 млн долл. Всемирный банк одобрил ряд проектов, непосредственно связанных с оказанием технической помощи в осуществлении приватизации и структурной адаптации. Аргентина получила кредит МБРР на проведение банковской реформы, Боливия — на развитие финансового рынка, Бразилия — на приватизационный проект федеральной железной дороги, Гондурас — на модернизацию государственного сектора, Мексика — на техническую помощь в приватизации.

Поступления от МБРР в африканские страны были минимальными, поскольку Африка получает в основном помощь от МАР, предназначенную для стран с низким доходом и чрезмерной задолженностью. С 1987 г. эти страны получают также помощь от стран-доноров в рамках Специальной программы помощи (СПА).

По оценке Всемирного банка, экономические достижения основной группы стран, получателей СПА и проводящих реформы, несколько выше средних показателей по региону. Рост ВВП этой группы стран составил в 1993 г. 4,5%, экспорта — 5,0 %. Страны этой группы улучшили свои бюджетные позиции благодаря увеличению государственных доходов; их финансовые дисбалансы сократились, экономика стала более живо реагировать на рыночные сигналы.

Страны, вставшие на путь реформ, в том числе Бенин, Буркина Фасо, Гана, Гвинея-Бисау, Кения, Нигерия, Танзания, стали уделять больше внимания аграрному сектору. Это ведет к расширению стимулов для производителей, к совершенствованию сельской инфраструктуры, предоставлению большего объема кредитов, росту понимания важности современных систем ведения сельского хозяйства и экологической устойчивости. В то же время рост аграрного производства в Африке пока опирается на расширение площадей и увеличение сельского населения.

Наиболее удачным для африканского континента был 1996 г., когда региональный ВВП возрос на 5,7 % и только четыре страны имели отрицательные показатели роста, но в 1997-2000 гг. темпы роста ВВП снизились до 2,5-3,3 % ВВП. Некоторые страны Африки, продвинувшись по пути реформ, выражают заинтересованность объединить усилия для достижения региональной интеграции и гармонизации политики и законодательства. Создание Африканского фонда развития резервов поддержало меры, направленные на укрепление институциональных возможностей, особенно в области анализа политики и управления экономикой.

Выводы

1. В условиях массовых отказов стран-должников выполнять свои долговые обязательства концепции урегулирования внешней задолженности сконцентрировались на механизмах обеспечения платежей по долгам. В первые годы долгового кризиса (1982-1984 гг.), угрожавшего банкротством крупным банкам-кредиторам, осуществлялись чрезвычайные меры. Координатором урегулирования долговых проблем был определен МВФ. Перенос долга стран-неплательщиков оформлялся как новый среднесрочный кредит без прерывания выплаты процентов. Крупным несостоятельным должникам оказывалась срочная финансовая помощь в форме долгосрочных кредитов МВФ и Банка международных расчетов, а также краткосрочных кредитов США.
2. С 1984 г. начал действовать механизм регулярных переговоров между должниками и кредиторами о реструктуризации долгов. Согласно процедуре, обязательным условием для пересмотра задолженности и предоставления новых кредитов странам-должникам является выполнение ими программы стабилизации под контролем МВФ. Программы положили начало процессу массового реформирования экономик стран-должников.
3. В соответствии с планом Бейкера (1985 г.) гарантией стабильного экономического роста и восстановления платежеспособности страны должны стать внедрение рыночных механизмов, увеличение предложения товаров и услуг, ограничение вмешательства государства в экономические процессы,

передача в частные руки предприятий госсектора, либерализация внешней торговли и активное привлечение иностранного капитала.

4. Тупиковая долговая ситуация конца 1980-х гг. вынудила кредиторов и должников к совместным действиям. Главными направлениями мероприятий по урегулированию проблемы внешней задолженности стали снижение долговой нагрузки, увеличение притока финансовых ресурсов и осуществление институционально-структурных преобразований, направленных на повышение платежеспособности.
5. План Брейди (1989 г.) предусматривал выделение государственных средств частным банкам для их поощрения к списанию части задолженности развивающихся стран при получении со стороны государства-должника гарантий для остальной части выданных кредитов. Осуществление мероприятий в рамках Плана предполагает принятие страной-дебитором согласованных с МВФ и МБРР программ по реформированию экономики. При этом используются различные формы конверсии долгов, а также выкуп у банков собственных долговых обязательств со скидкой.
6. Реализация плана Брейди расширила практику других способов снижения долговой нагрузки, в том числе продажу долговых обязательств на вторичном рынке, их обмен на акции приватизируемых государственных предприятий. Были внесены коррективы и в традиционные методы решения внешней задолженности, а именно — продление сроков и улучшение условий долговых платежей, упорядочение перевода краткосрочной задолженности в долгосрочные долги, укрепление системы страхования экспортных кредитов, расширение практики капитализации процентных платежей и др.
7. Страны-кредиторы, МВФ и Всемирный банк проводят дифференцированную политику в отношении должников. Страны с низким уровнем дохода и с чрезмерной задолженностью пользуются особыми льготами. С 1988 г. «большая семерка» осуществляет программы («условия») снижения долговой нагрузки посредством списания (прощения) долга таких стран на 30-90 % и облегчения условий погашения оставшейся суммы долга.
8. В 1996 г. МВФ и Всемирный банк совместно одобрили «Инициативы» для самых бедных стран с чрезмерной задолженностью, в соответствии с которыми кредиторы берут на себя обязательства по нормализации долговой нагрузки государств-должников при условии осуществления теми адаптационных реформ.
9. В мировую практику вошло списание части основной суммы долга и процентных платежей как официальными, так и частными кредиторами странам со средним уровнем развития (условия Хьюстона).
10. К концу 1990-х гг. сложилась система механизмов облегчения долговой нагрузки, под которой понимается комплекс методов снижения долговой нагрузки, осуществляемый государствами — членами Парижского клуба, а также государствами, не входящими в клуб, и частными кредиторами. Базовыми считаются механизмы, используемые Парижским клубом на условиях Неаполя; при этом другие государственные и частные кредиторы должны предоставить по крайней мере сопоставимые условия.

11. Система механизмов облегчения долга включает концессионное переоформление долгов, прощение долгов по официальной помощи развитию членам Парижского клуба, переоформление и прощение официальных долгов не членам клуба, ослабление долговой нагрузки по частным кредитам и операции по обратному выкупу собственных долгов,
12. Облегчение долговой нагрузки с помощью традиционных механизмов выражается в сокращении потоков наличности из стран-должников в результате списания/отсрочки платежей или снижения основной суммы долга.
13. В мировую практику вошли рыночные методы снижения внешних долгов и платежей посредством продажи долговых требований на вторичном рынке со скидкой, обратного выкупа собственных долгов, конверсии долговых требований в Другие ценные бумаги (акции, облигации) или в различные фонды.
14. Мероприятия по снижению внешнего долга и платежей сопровождаются принятием и осуществлением странами-должниками программ, направленных на повышение их платежеспособности.
15. Основными направлениями экономических преобразований стали макроэкономическая стабилизация и институционально-структурная адаптация экономик стран-должников, включающая масштабное разгосударствление экономики, расширение рыночного пространства, либерализацию и дерегулирование.

Термины и понятия

План Брейди; решедьюлинг; реструктуризация; прощение долгов; обратный выкуп долгов; конверсии (свопы) долгов; институционально-структурные преобразования; макроэкономическая стабилизация.

Вопросы и задания для самопроверки

1. Как определяется долговая нагрузка страны-заемщика?
2. ВВП страны «А» равен 350 млрд долл., население — 140 млн чел., внешний долг — 160 млрд долл., платежи по обслуживанию долга — 35 млрд долл., доходы от экспорта товаров и услуг — 120 млрд долл. Определите уровень развития страны и ее долговой нагрузки.
3. Почему к концу 1990-х гг. возникла необходимость разработки новых подходов к решению долговой проблемы и в чем состояла их новизна?
4. Рассмотрите возможные варианты снижения банковских требований по плану Брейди и выберите наиболее эффективный вариант.
5. Что такое реструктуризация долга и какие методы реструктуризации используются в мировой практике?
6. Объясните значение термина «решедьюлинг».
7. Назовите рыночные методы снижения долга и платежей и определите наиболее эффективные из них.
8. Дайте анализ содержания и особенностей условий Неаполя.

9. Каковы цели макроэкономической стабилизации и какими методами она достигается?
10. Какими методами осуществляется разгосударствление в латиноамериканских и других странах?

Литература

1. Белов Д. В. Латинская Америка: перестройка экономики и государство. — М.: Наука, 1996.
2. Бобровников А. В., Теперман В. А., Шереметьев И. К. Латиноамериканский опыт модернизации: итоги экономических реформ первого поколения. — М.: ИЛА РАН. 2002.
3. Гуревич Д. И., Шаталов С. И. Долговой кризис в Африке: тенденции и пути преодоления. — М.: ИА РАН, 1989.
4. Давыдов В. М. Латиноамериканская периферия мирового хозяйства. — М.: Наука, 1991.
5. Иностранные банки в Латинской Америке. — М.: Наука, 2002.
6. Латинская Америка: структурная перестройка хозяйства. — М.: ИЛА РАН, 1994.
7. Переходы и катастрофы: опыт социально-экономического развития / Под ред. Ю. М. Осипова, И. Н. Шургиной. — М.: Изд-во МГУ, 1994.
8. Развивающиеся страны Азии: перераспределительные системы и экономический рост. — М.: Наука, 1993.

Глава 15

Формирующиеся финансовые рынки

Рассматриваются особенности формирующихся (развивающихся) финансовых рынков стран догоняющего типа развития, условия их возникновения и развития, роль притока иностранного капитала в условиях финансовой глобализации 1990-х гг. Изучаются рынки долговых ценных бумаг и акций; способы получения международного банковского кредитования, масштабы внедрения иностранного капитала в банковскую систему стран с формирующимися рынками капитала. Рассматриваются причины возникновения валютно-финансовых кризисов в Латинской Америке и в Азии, их качественные характеристики, национальные и региональные особенности, способы преодоления, содержание антикризисных мероприятий. Уделяется внимание посткризисной консолидации финансового сектора, процессам слияний и поглощений, внедрению интернет-технологий.

15.1. Особенности финансовых рынков стран развивающихся и с переходной экономикой

15.1.1. Формирующиеся рынки: качественные характеристики, условия возникновения и развития

Национальные финансовые рынки стран развивающихся и с переходной экономикой охватывают внутренние (местные) и внешние финансовые рынки этих стран. Внутренние финансовые рынки включают финансы, обеспечивающие взаимные операции резидентов; внешние — их операции с остальным миром, в том числе операции с резидентами других стран, с международными кредитными организациями, а также операции на международных финансовых рынках. Финансовые рынки догоняющих стран все более интегрируются в мировой (глобальный) финансовый рынок. Они образуют развивающийся, или формирующийся (*emerging*), незрелый сегмент глобального рынка, где его доля к началу 2000-х гг. составила 7-9 %, зрелого — 91-93 %.

На глобальном рынке ценных бумаг доля формирующихся рынков (*emerging markets*) в 2001 г. составила 7,4 % (4,9 трлн долл.). В 1990-2001 гг. темпы расширения формирующихся рынков долговых ценных бумаг опережали темпы роста соответствующих зрелых рынков в 2,4 раза. Объем задолженности стран с формирующимися рынками по долговому ценным бумагам в 2001 г. равнялся 2,4 трлн долл. (6,3 % от мировой задолженности по ценным бумагам), увеличившись с 1990 г. в 5,2 раза. По динамике капитализации рынка акций в 1990-2001 гг. формирующиеся рынки отставали от динамики зрелых рынков акций в 2,4 раза, и за рассматриваемый период увеличение соответственно было в 4,0 и в 9,6 раза.

В 2001 г. капитализация формирующихся рынков акций равнялась 2,5 трлн долл., или 3,8 % от мировой капитализации акций. Первое место по ценным бумагам среди стран с незрелыми финансовыми рынками принадлежало Китаю с объемом 872 млрд долл. и с долей в 18 % на рынке этих стран. Задолженность Китая по долговому ценным бумагам составила 342 млрд долл., капитализация акций равнялась 530 млрд долл. На втором месте находилась Южная Корея (327 и 256 млрд долл.); на третьем месте — Бразилия (328 и 186 млрд долл.). Положение России на формирующемся рынке ценных бумаг было малозаметно — 65 и 70 млрд долл. соответственно.

Финансовые рынки догоняющих стран относятся к формирующимся рынкам. Рынки переходных и большинства развивающихся стран, где относительно недавно сложилась финансовая инфраструктура, находятся в процессе возникновения и становления. Что касается латиноамериканских финансовых рынков, особенно крупных стран, то многие рыночные структуры (акционерные компании, фондовые биржи, коммерческие банки и пр.) возникли там еще в XIX в. С тех пор они функционировали в соответствии с мировыми рыночными стандартами, хотя и оставались незрелыми рынками. Финансовые рынки крупных латиноамериканских стран обновляются или преобразуются.

К странам с формирующимися рынками международная статистика относит практически все страны Азии, Африки, Латинской Америки (Западного полушария), Европы и Среднего Востока, а также с переходной экономикой. В международных аналитических обзорах обычно рассматривается ограниченное число наиболее продвинутых рынков ряда азиатских стран (Гонконг, Индия, Корея, Малайзия, Сингапур, Таиланд), латиноамериканских стран (Аргентина, Бразилия, Мексика, Венесуэла, Колумбия, Перу, Чили) и европейских стран (Польша, Венгрия, Чехия, Турция, Россия).

Среди критериев, определяющих принадлежность к формирующимся финансовым рынкам, возобладали сопоставительные характеристики рынков развитых (зрелых) и незрелых. Иными словами, если операции на рынке затруднены по сравнению с привычными для западных инвесторов условиями, то он зачисляется в разряд формирующихся рынков при прочих показателях неразвитости. Отличительными особенностями таких рынков являются высокая доходность, высокие риски, финансовая и экономическая нестабильность, подверженность кризисам, которые преодолеваются с помощью официальных кредиторов развитых государств и международных организаций.

Эти рынки характеризуются неразвитой денежно-финансовой и банковской инфраструктурой, высокой долей участия государства на кредитном рынке, низкой капитализацией рынка акций, его олигоноличностью, ограниченным числом компаний с котирующимися акциями. Состояние и развитие формирующихся рынков существенно зависят от притока-оттока иностранного капитала, от масштабов участия нерезидентов на рынках ценных бумаг и банковского кредита.

В отличие от развитых стран с их огромными внутренними финансовыми рынками, которые в преобладающей части обеспечивают внутренние потребности, а внешние ресурсы с других зрелых и формирующихся рынков являются дополняющими, внутренние финансовые рынки периферийных стран узки и слабы. Формирующиеся рынки поддерживаются зрелыми рынками. Неразвитость валютно-финансовой и кредитной инфраструктуры, отсутствие финансовой дис-

циплины заемщиков, непрофессиональный менеджмент и другие обстоятельства не позволяют эффективно использовать имеющиеся внутренние ресурсы в системе финансовых рынков, и они склонны к оттоку из страны происхождения.

Страны с формирующимися рынками, как правило, имеют чистые отрицательные кредитные позиции по балансу внутренних сбережений и инвестиций, дефициты по текущим расчетам и по государственному бюджету. Они испытывают острую нехватку собственных сбережений для осуществления внутренних инвестиций, проведения экономических реформ, решения социальных, экологических и других проблем, для погашения внешних долгов. Приток прямых иностранных инвестиций в такие страны невелик, и ПИИ не компенсируют финансовые дефициты. Развивающиеся и переходные страны покрывают нехватку рыночных финансов привлечением средств нерезидентов с международных рынков ценных бумаг и банковского кредита.

Страны с формирующимися рынками капитала, за редким исключением, являются чистыми импортерами капитала с высоким превышением импорта капитала над его экспортом и чистыми должниками с незначительными зарубежными активами. Они, как правило, обременены высокой внешней задолженностью; и многие из них испытывают трудности в обслуживании своих обязательств по внешним долгам. Их доступ к международным рынкам капитала несвободен и дорог; в чрезвычайных обстоятельствах они вынуждены обращаться к официальным кредиторам.

Для зарождения и развития финансовых рынков в периферийных странах необходимы определенные внутренние и внешние предпосылки. Это либерализация мирохозяйственных связей и, прежде всего, международной торговли и миграции капитала; интеграция и глобализация финансовых рынков; образование относительных излишков капитала в развитых странах, наличие факторов, выталкивающих капитал из стран-экспортеров, и факторов, притягивающих капитал в принимающие страны.

Среди внутренних факторов, необходимых для возникновения финансовых рынков, первичным является определенный уровень развития частного предпринимательства и рыночных механизмов. Необходимы либерализация внешнеэкономической деятельности и открытость рынков товаров, услуг и капитала. Для функционирования и развития финансовых рынков должны быть созданы социально-экономические, политические и правовые условия, а также валютно-финансовая инфраструктура, кредитно-банковская система, биржевые и межбанковские рынки ценных бумаг и производных финансовых инструментов, позволяющие осуществлять спекулятивные операции и хеджирование.

Нужна готовность национальных властей и частных структур обеспечивать более высокие, чем на зрелых рынках, доходы инвесторам/кредиторам; прилагать усилия для минимизации рисков и обеспечивать беспрепятственную конвертируемость местной валюты в СКВ и ее вывоз. Признаком минимальной достаточности условий для развития формирующихся рынков может служить расширение притока рыночного капитала нерезидентов. Рыночный капитал поступает на финансовые рынки посредством приобретения нерезидентами облигаций и акций, выпущенных резидентами (центральными правительствами, другими официальными и корпоративными эмитентами), а также путем предоставления международных банковских кредитов государственным и частным заемщикам стран-реципиентов.

Становление финансовых рынков развивающихся стран началось в 1970-х гг., когда произошел массовый выход этих стран на международный рынок банковского кредитования, при этом некоторые страны осуществляли эмиссии ценных бумаг на зарубежных рынках. В 1980-е гг. доступ кризисных стран на международные рынки капитала был затруднен, приток частных капиталов нерезидентов на эти рынки поддерживался приватизацией, операциями с долговыми ценными бумагами на вторичном рынке. Масштабный приток рыночных капиталов на финансовые рынки развивающихся, а затем и переходных стран начался с 1990-х гг.

Предпосылки для притока иностранного частного капитала складывались входе долгового кризиса 1980-х гг., формирования системы реструктуризации долговых обязательств, в результате осуществления мероприятий по преодолению причин и последствий кризиса. Долговой кризис и давление кредиторов ускорило проведение экономических реформ, направленных на макроэкономическую стабилизацию, институционально-структурную адаптацию и внешнеэкономическую либерализацию кризисных стран.

К началу 1990-х гг. в ходе приватизации и ослабления протекционизма в развивающихся странах расширилось рыночное пространство и активизировались рыночные механизмы. Ускоренный процесс либерализации и открытости охватил и финансовую сферу, все более приближая развивающиеся экономики к мирохозяйственным условиям. Становление финансовых рынков прошло предварительную стадию и достигло определенного уровня, обеспечившего приток иностранного капитала. Массированный приток иностранного капитала в страны с формирующимися рынками в 1990-е гг. свидетельствовал о начавшейся их интеграции в глобальную систему рынков капитала.

15.1.2. Внешнее рыночное финансирование: динамика и объем

Нарастающий поток иностранного рыночного капитала пошел в развивающиеся страны с начала 1990-х гг. За 1990-1997 гг. приток рыночных средств нерезидентов увеличился в 6,6 раза; и в 1997 г. он достиг своего исторического максимума в размере 275 млрд долл. при среднегодовом притоке рыночных средств в 151 млрд долл., из которых 90 % поступили в заемной форме. Основным получателем была Азия с долей в 47 %, доля Латинской Америки равнялась 32 %, Африки — 3,3 % • Основные средства были получены частным сектором (55 %), правительственные заимствования составили 21 %, других государственных институтов — 24 %. Валовой приток рыночных финансов на формирующиеся рынки за период 1990-2000 гг. показан в табл. 15.1.

В 1998 г. приток капитала в страны с формирующимися рынками сократился почти в 2 раза; в Африку — почти в 4 раза, в азиатский регион — в 3,4 раза, в Латинскую Америку — на 26 %. С 1999 г. приток капитала на финансовые рынки всех развивающихся регионов стал восстанавливаться, и к 2000 г. был достигнут уровень 1995-1996 гг. Во второй половине 1990-х гг. в странах с формирующимися рынками наибольшее развитие получили эмиссии облигаций и банковское кредитование; доля акций в общем финансировании составила 11,5 %. В табл. 15.2 приведен среднегодовой приток рыночного финансирования в страны с формирующимися рынками за 1995-2000 гг.

Таблица 15.1

Валовой приток рыночных финансов на формирующиеся рынки по регионам, по типу финансирования и по заемщику в 1990-2000 гг.¹

Валовой приток рыночных финансов, млрд долл.											
Годы	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Всего	41,7	75,4	82,4	129,5	133,4	151,1	209,8	274,8	149,0	163,6	216,4
Регион											
Азия	19,2	23,0	32,0	59,0	83,5	79,6	109,4	115,7	34,2	56,0	85,9
Африка	2,2	7,4	7,2	2,9	3,6	9,2	5,5	15,2	3,9	4,7	9,4
Европа	12,3	12,9	10,9	15,5	11,7	17,3	21,6	38,9	35,6	26,2	37,0
Латинская Америка	6,5	19,0	28,0	47,2	25,8	35,9	63,0	89,2	65,7	61,4	69,1
Средний Восток	1,5	13,0	4,2	4,9	8,9	9,1	10,3	16,0	9,6	15,4	15,0
Тип финансирования											
Бонды	7,8	13,9	24,4	62,7	53,8	59,2	103,0	126,2	79,5	82,4	80,5
Акции	1,2	5,6	7,2	11,9	17,9	10,0	17,8	26,2	9,4	23,2	41,8
Займы	28,4	50,7	42,5	43,0	61,6	82,0	89,0	122,5	60,0	58,1	94,2
Заемщик											
Суверенный	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	16,6	25,6	39,5	40,4	49,9	47,3	52,0
Официальный	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	39,0	47,6	53,3	73,4	32,3	25,4	35,9
Частный	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	77,8	77,9	117,0	161,0	66,7	90,9	128,5

На рынке бондов преобладали эмитенты из латиноамериканского региона (49 %), доля Азии составила 38 %, Европы - 17 %, Африки - 4 %, Среднего Востока - 3,5 %. На рынке акций и банковского кредита наиболее активны были эмитенты и заемщики из азиатских стран (68 и 43 % соответственно); соответствующие показатели для Латинской Америки были 12 и 26 %, для развивающихся стран Европы - 9 и 16 %, для Среднего Востока - 7 и 10 %, для Африки - 2,8 и 5,1 %.

В совокупном притоке частного капитала за 1995-2000 гг. на формирующиеся рынки Азии преобладали банковские кредиты - 45 %, бонды составили 37 %, акции - 18 %. Страны латиноамериканского региона предпочитали привлекать ресурсы нерезидентов посредством эмиссий бондов (61 %) и банковских кредитов (35 %). В структуре внешнего рыночного финансирования Европы доли кредитов и бондов составили 93 %, акций - 7,0 %, в Африке - доля кредитов составила 54 %, бондов - 39 %, акций - 7 %; на Среднем Востоке преобладало банковское кредитование - 66 %, доля бондов составила 22 %, акций - 12 %.

¹ Источник: IMF. International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues. - Wash., November 1997. - P. 77; September 2000. - P. 52; August 2001. - P. 47.

Таблица 15.2

Среднегодовой приток рыночного финансирования на формирующиеся рынки по типам и регионам за 1995-2000 гг.¹

Регионы	Типы финансирования, млрд долл.			
	Бонды	Акции	Кредиты	Всего
Всего	80,1	21,4	84,3	185,8
Азия	29,4	14,6	36,0	80,0
Африка	3,1	0,6	4,3	8,0
Европа	13,6	2,0	13,6	29,2
Латинская Америка	39,2	2,6	22,2	64,0
Средний Восток	2,8	1,5	8,2	12,5

15.2. Сегменты формирующихся рынков

15.2.1. Рынки ценных бумаг

С середины 1990-х гг. в качестве источника внешнего финансирования стран с формирующимися рынками капитала большое распространение получили ценные бумаги: бонды и акции, выпуски которых в прошлые годы были незначительными. Основная часть бондов эмитируется и размещается на международных рынках; покупки нерезидентами внутренних долговых ценных бумаг правительств и корпораций были существенно меньше. Особенно значительными были выпуски латиноамериканских и азиатских бондов в 1996-1997 гг.

Основными эмитентами в 1996 г. в Латинской Америке были Мексика (18 млрд долл.), Аргентина (14 млрд долл.), Бразилия (11 млрд долл.); в Азии - Корея (16 млрд долл.). Доля развивающихся и переходных стран Европы на формирующихся рынках бондов снизилась в 1996 г. до 7 % (в 1995 г. - 11 %), основными эмитентами были Россия и Румыния. В 1996-1997 гг. преобладали выпуски бондов с фиксированными процентными ставками, деноминированные в долларах и эмитированные правительствами.

В 1998-1999 гг. эмиссии бондов, особенно Азии и Латинской Америки, резко сократились. В 2000 г. основными заемщиками на рынке бондов были правительства (53 %) и другие общественные структуры (15 %), доля частных реципиентов равнялась 32 %. В 2001 г. на эмиссии бондов оказывали воздействие снижение процентных ставок в США, кризисные явления в Аргентине и Турции. Основным эмитентом оставался латиноамериканский регион; Мексика осуществила по два выпуска правительственных и корпоративных евробондов.

В азиатских странах рынок бондов пополнялся корпоративными эмитентами, в то время как в Европе, Африке и на Среднем Востоке эмиссии осуществляли преимущественно правительства. В связи с введением евро возросли эмиссии бондов, деноминированных в евро, - в 2000 г. эмиссии в евро составили 27 % (26 млрд евро), долларовых бондов было выпущено на сумму 44 млрд долл. (60 %).

¹ Источник: IMF. International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues. - Wash., August 2001. - P. 47.

Основными заемщиками на облигационных рынках еврозоны, менее волатильных, но предлагавших более короткие сроки погашения, традиционно были латиноамериканские и европейские страны.

В США спрос на бонды стран с формирующимися рынками традиционно поддерживается институциональными инвесторами, в Европе — преимущественно мелкими вкладчиками. В последние годы инвесторы Аргентины, Бразилии, Казахстана, Ливана, Мексики, России, Турции, особенно их местные банки и пенсионные фонды, стали охотно приобретать ценные бумаги своих национальных эмитентов, размещенные на международных рынках. В Аргентине, например, в 1999 г. внутренние инвесторы закупили 71 % международных долговых обязательств страны. Одновременно увеличивается доля нерезидентов во внутренних ценных бумагах; хотя типичным остается факт, что нерезиденты держат большую часть международных эмиссий, а резиденты скупают основную часть внутренних эмиссий долговых ценных бумаг.

Расширение внешних заимствований посредством эмиссии бондов происходило и за счет обмена банковских долгов на Брейди-бонды с начала 1990-х гг. Долгое время этот рынок оставался самым большим и ликвидным рынком долговых обязательств развивающихся стран. Доходность латиноамериканских Брейди-бондов была выше доходности евробондов; к тому же многие Брейди-бонды обеспечиваются американскими казначейскими бондами. Инвестиционная база этого рынка расширялась за счет выхода новых инвесторов на формирующиеся рынки. Первоначально основными инвесторами были коммерческие и инвестиционные банки, затем подключились взаимные фонды, страховые компании и другие институциональные инвесторы.

Число эмитентов и различных типов Брейди-бондов быстро увеличивалось, они выпускались с фиксированными ставками, с плавающими ставками и др. Оборот вторичного рынка Брейди-бондов за 1993-1997 гг. составил 7,6 трлн долл., что равнялось половине оборота вторичного рынка всех долговых обязательств развивающихся стран, где доля Латинской Америки была стабильно высокой (82-84 %). Пик развития рынка Брейди-бондов пришелся на 1997 г., когда объем первичного рынка достиг 156 млрд долл. Однако с середины 1990-х гг. нерезиденты стали уходить с рынка Брейди-бондов, а эмитенты стали их скупать, заменять на глобальные бонды или на евробонды. В дальнейшем избавление от Брейди-бондов продолжилось.

В 2000-2001 гг. Мексика, Бразилия, Аргентина и другие продолжали выкупать Брейди-бонды или обменивать их на другие ценные бумаги. Всего за 1995-2001 гг. объем долговых обязательств в Брейди-бондах сократился на 80 млрд долл. После массового бегства нерезидентов с азиатских и других развивающихся рынков в 1997-1998 гг. заемщики стали наиболее активно использовать эмиссии долговых ценных бумаг на местных (локальных) рынках. Кризис показал опасность опоры на иностранные валюты в финансировании и стимулировал стремление суверенных и корпоративных заемщиков диверсифицировать свои источники. В 2000 г. местные рынки характеризовались как наиболее быстро растущие среди других рынков долговых ценных бумаг.

Местные долговые рынки развиваются быстрее глобального рынка, особенно в Азии, где, например, в 1999 г. эмиссии корпоративных бумаг на местных рынках

в 5 кризисных странах утроились. В конце 1999 г. объем местного рынка бондов достиг 1,2 трлн долл., из которых правительственные ценные бумаги составили 70 %. В 2000 г. выпуск правительственных внутренних бондов стран Азии, где находятся 8 из 10 крупнейших местных облигационных рынков, составил 135 млрд долл., что превысило выпуск 1999 г. на 20 %, а по сравнению с общим валовым финансированием в международных бондах, акциях, займах в размере 63 млрд долл. — в 2 раза.

Расширение финансирования из местных источников посредством эмиссии бондов связано с покрытием финансовых дефицитов, реструктуризацией корпоративного долга, с банкротствами банков. Развитие внутреннего рынка долговых ценных бумаг способствовало увеличению внутренних сбережений, поддержке правительства, некоторые преимущества этого рынка по сравнению с банковским сектором. Правительство играет важную роль в поддержке необходимых институтов, в создании инфраструктуры, в координации и регулировании рынка. Открытие рынков иностранным участникам способствует функционированию рынка, но во многих странах еще сохраняются ограничения в отношении нерезидентов. Табл. 15.3 иллюстрирует динамику валового притока иностранных инвестиций на региональные рынки акций в 1992-2000 гг.

Таблица 15.3
Валовой приток иностранных инвестиций
на региональные рынки акций в 1995-2000 гг., млрд долл.¹

Регионы	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Всего	10,0	17,8	26,2	9,4	23,2	41,8
Азия	8,0	11,0	14,4	4,5	18,3	31,6
Африка	0,4	0,8	0,7	0,8	0,7	0,1
Европа	0,6	1,3	3,3	2,5	1,4	3,3
Латинская Америка	0,6	3,6	5,4	0,2	0,8	5,1
Средний Восток	0,3	1,1	2,4	1,5	2,1	1,6

Эмиссия акций является наиболее легким и дешевым способом финансирования. В 1999-2000 гг. эмиссии акций возрастали быстрее, чем бондов. Доля акций в рыночном финансировании формирующихся рынков возросла с 6,5 % в 1997 г. до 19,3 % в 2000 г. Рост в основном произошел за счет новых азиатских эмиссий, которые обеспечивали наивысший рост доходности в 1999-2000 гг. Эмиссия азиатских акций в 2000 г. составила 31,6 млрд долл., т.е. 75,6% от общей эмиссии акций стране формирующимися рынками капитала. Китайская компания *China Unicom* (вторая по величине телекомпания Китая) осуществила крупнейший для новых финансовых рынков выпуск акций на сумму 5,6 млрд долл. Эмиссии латиноамериканских акций в 1998-1999 г. в среднем составили 0,5 млрд долл., в 2000 г. — 5,1 млрд долл.

Рост формирующегося рынка акций в 1999-2000 гг. был связан с глобальным бумом компаний технологий, медиа и телекоммуникаций на международном фи-

¹ Источник: IMF, International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues. - Wash., August 2001. - P. 47.

нансовом рынке; при этом компании старых отраслей с трудом получали деньги на первичных рынках. В первой половине 2000 г. эмиссии акций компаний технологий, медиа и телекоммуникаций развивающихся стран составили $\frac{3}{4}$ всех эмиссий акций, в 1997-1998 гг. - 28 % (табл. 15.4).

Таблица 15.4

Доля компаний технологий, медиа и телекоммуникаций на формирующихся рынках в 1997-2000 гг.¹, в % к рынку²

Типы финансирования	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.
Бонды	9	12	16	18
Акции	28	28	57	77
Займы	10	18	15	39
Всего	12	17	23	44

Формирующиеся рынки акций все более глобализируются, а компании интернационализируются.

1. Многие компании стран с формирующимися финансовыми рынками выпускают депозитарные расписки, которые одновременно торгуются в местной и иностранной валюте.
2. Некоторые компании меняют свое резидентство и проходят листинг на бирже в другой стране; например, некоторые южноафриканские компании переместились в Великобританию для снижения рисков, связанных с принадлежностью к формирующимся рынкам.
3. Другие компании, получившие новый листинг, полностью игнорируют местные рынки и предлагают свои акции только на зрелых рынках. Например, интернет-компании из Израиля и Латинской Америки предпочли сразу пройти листинг в НАСДАК.
4. Некоторые нефтяные, банковские и телекоммуникационные компании Латинской Америки переместились на биржи развитых стран.

Все эти и другие способы интернационализации получают все большее распространение. Расширяется рынок американских, глобальных, европейских депозитарных расписок (ДР). Депозитарная расписка представляет собой сертификат, удостоверяющий право собственности на долю в компании, размещенной в той или иной стране. Они выпускаются депозитарием, и представляют собой требование на акции и торгуются на соответствующих рынках: американские ДР торгуются в США, европейские — в Европе, глобальные — на всех рынках. Американские депозитарные расписки (АДР) впервые были выпущены в 1927 г.

Спонсированные программы выпуска ДР (по инициативе эмитента акций) бывают четырех типов в зависимости от юридических требований, а также от того, как

¹ Источник: IMF, International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues, - Wash., September 2000, - P. 69.

² Исключая финансирование центральных и местных правительств.

и где они могут торговаться. Существуют и неспонсированные программы выпуска ДР, которые не предполагают участие эмитента акций. Рынок капитализации всех компаний с программами ДР в конце 1099 г. составил 6 трлн долл., или 28,6 % от общей капитализации рынка. За 1990-1999 гг. количество спонсированных программ выпуска депозитарных расписок возросло в 5 раз и составило 1800 программ на сумму 133 млрд долл., при этом количество стран-эмитентов возросло с 24 до 78, из которых половина — это страны с формирующимися рынками.

Средняя капитализация компаний периферийных стран в 1990-1999 г. составила 7 млрд долл., в 1999 г. - 13 млрд долл. В последние годы выпуски депозитарных расписок обеспечивали 60-70 % финансирования компаний с международных финансовых рынков посредством эмиссии акций. В региональном распределении новых программ выпуска произошли изменения. В начале прошедшего десятилетия преобладали программы латиноамериканских компаний, в конце - азиатских компаний, в 1999 г. их доля в капитализации развивающихся рынков повысилась до $\frac{3}{4}$, в связи с бумом на рынке акций компаний технологий, медиа и телекоммуникаций.

В первом квартале 2000 г. месячный объем продаж депозитарных расписок удвоился по сравнению с 1999 г. и достиг 32 млрд долл. Депозитарные расписки превышают 10 % портфеля акций некоторых крупных американских семейных взаимных фондов, и они достигают 40-70 % портфеля взаимных фондов, специализирующихся на международном инвестировании. Преимущество депозитарных расписок по сравнению с обычными акциями заключается в более низких издержках. Кроме того, АДР рассматриваются как американские ценные бумаги, поскольку платежи осуществляются в долларах, и при этом можно осуществлять инвестиции в иностранные компании, преодолевая ограничения, сохраняющиеся для некоторых фондов. Важно для потенциальных инвесторов и то, что по АДР имеется доступная информация.

В последнее время международные и глобальные фонды все чаще отзывают деньги из фондов, специализирующихся на формирующихся рынках. Например, закрылись взаимные промышленные фонды США, которые вывозили средства из страны, региональные и некоторые другие фонды подобного типа. Это способствует увеличению американских и глобальных депозитарных расписок на акции компаний из развивающихся и переходных стран, которые облегчают и удешевляют для инвесторов-нерезидентов покупки акций формирующихся рынков.

15.2.2. Банки в системе формирующихся рынков

Банковское кредитование сохранило свое первенство в совокупном притоке рыночных средств нерезидентов на формирующиеся рынки капитала. В структуре внешней задолженности развивающихся стран их обязательства по банковским кредитам составили в 2001 г. 27,0 %. Долги банкам преобладают в структуре частного долга внешним кредиторам в странах Ближнего Востока и Европы. В азиатском регионе банки незначительно превосходят другие частные источники заимствования, в Латинской Америке и Африке обязательства перед банками существенно меньше долгов по другим частным заимствованиям.

Развивающиеся и переходные страны являются получателями двух типов банковских кредитов — трансграничных кредитов внутренних банков развитых стран, а также синдицированных еврокредитов. Общая сумма требований банков

стран — членов Банка международных расчетов (БМР, BIS) к странам с формирующимися рынками в декабре 1999 г. равнялась 994,4 млрд долл. Основными кредиторами были страны еврозоны, доля которых составила 47 %, доля Японии равнялась 14 %, Великобритании — 11 %, США — 10 %.

Главными получателями банковских кредитов стран БМР являются азиатские страны, доля которых равнялась 48 % в общем объеме требований; доля латиноамериканских государств составила 28 %, африканских — 6 %, стран с переходной экономикой — 11 %, России — 4,8 %. На конец декабря 2000 г. сумма трансграничных кредитов (*cross-border exposure*) внутренних банков основных развитых стран, предоставленная странам с формирующимися рынками, составила 695 млрд долл. Основными кредиторами были Германия (23 %), США (14 %), Франция (12 %), Япония (11 %) и Великобритания (10 %). Главными получателями этих кредитов были страны Латинской Америки (36 %) и Азии (29 %).

Синдицированные еврозаймы широко предоставляются развивающимся и переходным странам, особенно Центральной и Восточной Европы, ибо они позволяют распределять риски между кредиторами и усиливают позиции кредиторов в отношении заемщиков. В 1972-1984 гг. развивающиеся страны были крупными заемщиками на рынке синдицированных кредитов; за эти годы они получили 47 % от общей суммы выданных кредитов (318 млрд долл.). В 1988-1991 гг. доля развивающихся стран на этом рынке снизилась до 16%; в 1992-2000 гг. — до 10 %.

В 1990-е гг. синдицированные еврокредиты оставались важным источником финансирования развивающихся и переходных стран, совокупная сумма которых за 1990-2000 гг. составила 905 млрд долл. (табл. 15.5). Главными заемщиками были страны Азии с долей около 50 %; страны Латинской Америки получили 27 %, Европы, включая страны с переходной экономикой, — 12 %, Среднего Востока — около 6 % и Африки — менее 5 %.

Таблица 15,5
Синдицированное кредитование стран
с формирующимися рынками в 1988-2000 гг., млн долл.

1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
15,5	16,2	28,4	50,7	34,4	40,0	59,4	93,7	109,8	173,0	84,2	65,9	133,6

Рынок синдицированных займов развивается быстрее, чем рынок бондов, несмотря на то что сроки погашения банковских обязательств сокращаются, а бондов — увеличиваются. За 1990-е гг. средний срок погашения бондов повысился с 6 до 10 лет, а займов, напротив, снизился с 6 до 3-4 лет. В 1999-2000 гг. большая часть новых синдицированных кредитов предоставлялась на 1-3 года, в то время как срок погашения большей части бондов составляет 5-20 лет. Вторичный формирующийся рынок займов ограничен, поскольку небанковское участие в синдикатах или вторичная продажа займов низкая. В последние годы развивается клубное кредитование с малым числом банков, что ускоряет предоставление займов.

С середины 1990-х гг. началось масштабное проникновение иностранных банков в развивающиеся и переходные страны. Активность иностранных банков может быть измерена долей иностранного капитала в банковских активах, а также иностранным контролем над банковской сферой. Уровень иностранного контроля измеряется отношением активов банков с долей иностранного капитала в 40-50 % и более к совокупным банковским активам. Привлечение иностранного капитала в банковский бизнес отражает желание властей принимающих стран повысить эффективность и стабильность своих финансовых систем и способствовать снижению стоимости реструктуризации и рекапитализации проблемных банков.

Иностранные банки принесли новые технологии, новые финансовые продукты, улучшили систему управления рисками, сформировали конкурентную среду. Конкуренция повышает эффективность банковской системы в терминах снижения стоимости операций и спреда между депозитным процентом и процентом кредитования. Приток иностранного капитала способствует концентрации банковской системы. В некоторых случаях крупные иностранные банки приобретают местный государственный приватизируемый банк или частный банк, который нуждается в рекапитализации.

Наиболее быстрый рост банковских активов и масштабность проникновения иностранного капитала в банковский сектор отмечается в странах Центральной и Восточной Европы. За 1994-1999 гг. совокупные банковские активы Венгрии, Польши и Чехии возросли на 66% и составили 187 млрд долл.; при этом активы польских банков увеличились в 2,3 раза и составили 91 млрд долл. В результате приватизации банков в этих странах к концу десятилетия доля иностранной собственности в банковских активах и иностранный контроль над банками резко увеличились.

В декабре 1999 г. иностранная собственность в банковских активах Венгрии составила 60 %, в Чехии — 47 %, в Польше — 36 %. Доля банковских активов под иностранным контролем в банках этих стран с 40 % долей иностранной собственности составила почти 57 %, в Венгрии — 80 %. В Венгрии в начале 1990-х гг. осуществлялась программа банковской рекапитализации, в ходе которой иностранные инвесторы получили возможность участвовать в банковской системе. В Польше процесс приватизации банков шел медленно. Барьеры для иностранных инвесторов были формально отменены в начале 1999 г. в связи с соглашением с ЕС. Иностранное участие в банковских активах достигло 36 %, в акциях — 56 %. Процесс активизировался с приватизации Банка Пекао в середине 1999 г., и доля банковских активов под иностранным контролем поднялась до 53 % в 1999 г. В Чехии программы реструктуризации и приватизации осуществлялись еще медленнее, чем в первых двух странах, но к концу 1990-х гг. отставание сократилось. После валютного кризиса в мае 1997 г. было объявлено о продаже контрольного пакета акций четырех крупных государственных банков нерезидентам. К концу 1999 г. иностранные институты контролировали 51 % всех банковских активов; в 2000 г. в связи с продажей второго по величине чешского банка доля нерезидентов в банковских активах поднялась до 60 %.

Иностранные банки действовали в странах Латинской Америки в течение десятков лет. Однако только во второй половине 1990-х гг. ведущие банки Испании усилили контроль над латиноамериканскими банками, и произошел значительный рост участия иностранного капитала в банковской сфере региона. В Латин-

Источник: IMF. International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues. - Wash., November 1997. - P. 77; September 2000. - P. 17; August 2001. - P. 21.

ской Америке роль иностранных банков в меньшей степени определяется их долей на рынке банковских услуг. Главное заключается в том, что иностранные финансовые институты контролируют ведущие банки почти во всех странах региона.

В 1994 г. иностранный капитал контролировал 7 % совокупных банковских активов стран латиноамериканского региона, в 1999 г. в результате слияний и приобретений его доля возросла до 25 %. Наибольшее усиление иностранного контроля над банковской системой за эти годы произошло в Аргентине, Чили и особенно в Венесуэле. В 1997 г. в Аргентине иностранные институты стали активно скупать местные банки, в том числе семейные банки скупил европейцы, которые контролируют половину активов. В Чили интеграция банков со страховыми компаниями и пенсионными фондами ведет к их консолидации и расширению иностранного участия.

В Бразилии и Мексике иностранное участие было всегда традиционно низким. Однако к концу 1999 г. доля иностранной собственности в банковском секторе этих двух стран поднялась до 18 %, и банковские активы под иностранным контролем достигли той же величины. В мексиканскую финансовую систему иностранные банки начали внедряться в 1990-1992 гг. Кризис 1994 г. стимулировал либерализацию: предел для иностранной собственности в 49 % и ограничения на покупку крупных национальных банков были отменены. Продажа второго и третьего крупнейших банков Мексики в первой половине 2000 г. подняла долю активов под иностранным контролем до 40 %.

В Бразилии значительно увеличилось участие иностранцев с осуществлением плана Реал в 1994 г., когда иностранные инвесторы приняли участие в осуществлении двух программ реструктуризации. В 1997-1998 гг. в страну вошли европейские и американские банки. В Бразилии иностранные банки владеют большой долей банковских активов под правительственным контролем и тремя частными банками. Предстоит приватизация еще 7 государственных банков. В андских странах иностранный капитал занимал господствующие позиции в Перу и в Венесуэле; в Колумбии преобладали местные банки.

В Перу ограничения на иностранную собственность в банках были отменены в 1993 г. Иностранный контроль, в том числе ряда чилийских и итальянских банков, над банковской системой увеличился за 1994-1999 гг. с 7 до 33 %. Иностранное участие в банках Венесуэлы было минимальным до кризиса 1993-1994 гг., но после кризиса испанские банки купили контрольный пакет акций крупнейших и третьеразрядных банков. Другие банки, включая чилийские, колумбийские, перуанские, последовали примеру испанских, и иностранный контроль над банковскими активами Венесуэлы составил 44 % в 1999 г. Стремительным было вторжение испанских банков в Колумбию с 1996 г.

Приход во второй половине 1990-х гг. двух крупных испанских банков в латиноамериканский регион изменил ситуацию на банковском рынке и усилил конкуренцию. Испанские банки *BSCH* и *BBVA* стали крупнейшими иностранными институтами в банковском обслуживании мелких вкладчиков Латинской Америки. Вместе они израсходовали 13 млрд долл. для приобретения контроля над 30 крупными банками в более чем 10 странах с совокупными активами в размере 126 млрд долл. Таким образом два испанских банка контролируют 10 % банковских активов региона в размере 7,5 % ВВП Латинской Америки.

Испанские банки универсальны, они занимаются всеми видами финансовой деятельности, включая пенсионные фонды, страхование, управление активами, инвестирование. Они контролируют порядка 45 % региональной пенсионной системы, где частные пенсионные фонды управляют активами в сумме 140 млрд долл. *BBVA* занимается страхованием и является крупнейшим менеджером пенсионных фондов. Его доля на региональном рынке пенсионных средств превышает 30 %; в Боливии и Эквадоре эта доля составляет 100 %, в Колумбии — 43 %, в Чили — 33 %, в Аргентине — 29 %, в Перу — 24 %, в Мексике — 10 %. ЯСЯ тоже управляет пенсионными фондами, но он более активен в инвестировании.

Иностранные банки в Азии долгие годы играли незначительную роль, их количество и виды разрешенной деятельности строго лимитировались. В 1994 г. иностранный капитал контролировал 1,6 % совокупных банковских активов Кореи, Малайзии и Таиланда. После кризиса 1997 г. многие страны либерализовали нормы доступа для иностранных банков. Корея достигла определенного прогресса в реструктуризации банков, и доля банков с иностранной собственностью свыше 50 % достигла в 1999 г. 11 %. В Таиланде в 1997 г. 19 иностранных банков держали 9 % всех активов банковской системы. Затем участие иностранной собственности было поднято до 100 %; 4 банка были проданы иностранцам. Доля банковских активов под иностранным контролем поднялась до 4,5 % в конце 1999 г.

Иностранные банки в Малайзии в основном сосредоточены на обслуживании корпораций. Некоторые иностранные банки, в том числе три сингапурских, два английских и два американских, внедрились в систему розничных банковских операций Малайзии. До середины 1990-х гг. иностранный контроль над ее банковской системой оставался самым высоким в регионе. После кризиса правительство не проводило мероприятий по либерализации доступа нерезидентов в банковскую систему. Но доля иностранной собственности в банковском секторе Малайзии в 1999 г. была наивысшей по региональным меркам — 14 %, и под иностранным контролем находилось 11 % активов банков с 50 %-ной иностранной собственностью.

Главными факторами, повышающими роль иностранных банков в странах с формирующимися рынками, являются глобализация и либерализация финансовых услуг. Глобализация финансовых услуг имеет своим результатом конкуренцию со стороны различных небанковских кредитных и финансовых услуг, особенно рынков ценных бумаг, которые оказывают давление на процентные ставки и прибыль. Банковская деятельность связана с информацией и коммуникацией. Стоимость этих услуг на внутренних и международных рынках значительно снизилась за последние десятилетия. Конкуренция на рынке финансовых услуг возросла; все шире используются телефонные и электронные коммуникации. Доходность банков в традиционных видах деятельности снизилась, и банки вынуждены диверсифицировать свою деятельность географически и в области финансовых услуг.

Только немногие финансовые институты могут осуществлять глобальные коммерческие банковские операции, другие — только на региональном уровне. Иностранные банки применяют различные способы, чтобы войти в страны с формирующимися рынками, включая представительские офисы, отделения, совместные компании. Устранение барьеров для доступа нерезидентов является важнейшим условием экспансии иностранных банков в развивающиеся страны. Во многих странах все еще осуществляется контроль деятельности иностранных банков, дей-

ствуют ограничения на получение лицензий, на число отделений, на иностранную собственность, на банковские активы.

Например, во многих азиатских странах до недавнего кризиса иностранным банкам разрешалось иметь только одно отделение, лицензии иностранным банкам были заморожены. Даже в Сингапуре и Гонконге банковский бизнес для иностранцев был ограничен. Многие развивающиеся страны снизили барьеры на торговлю финансовыми услугами с начала 1990-х гг. Однако и к середине десятилетия деятельность иностранных банков в развивающихся странах была скромной, особенно в Азии, где, помимо прочего, этому препятствовали семейная собственность и система менеджмента.

Проникновение иностранных банков всегда оказывает воздействие на стабильность и эффективность банковской системы, причем результаты проникновения для зрелых и формирующихся рынков различны. В странах со зрелыми рынками иностранные банки менее эффективны с точки зрения доходности по сравнению с внутренними банками, хотя некоторые из них, особенно американские, почти сравнялись с внутренними по эффективности. Преимущества внутренних банков перекрываются глобальными преимуществами иностранных банков в управлении рисками, в разнообразии продуктов, в диверсификации портфелей.

Напротив, в странах с формирующимися рынками иностранные банки более эффективны и по затратам, и по доходам. В Центральной Европе иностранные банки имеют более высокие доходы на акции и более низкие платежи. Среди иностранных банков меньше проблемных, чем среди внутренних банков. Та же картина в латиноамериканских странах, особенно в тех, где иностранные банки внедрились недавно. Исключение составляет Чили, где внутренние банки доходнее иностранных. В азиатском регионе наиболее эффективна деятельность иностранных банков в Малайзии. В Корее и Таиланде в 1996-1998 гг. обеспечиваемые иностранными банками показатели доходности оказались ниже показателей местных банков.

15.2.3. Вторичный рынок банковских кредитов

Одним из последствий долгового кризиса 1980-х гг. было становление вторичного рынка банковских кредитов. Рынок получил развитие в связи с необходимостью более эффективного управления рисками, в том числе за счет географической диверсификации банковских долгов. Вторичный рынок позволил банкам обменивать долговые обязательства одной страны на долги другой страны. Например, банк с высокими требованиями к Мексике может снизить их объем и тем самым улучшить свое положение, частично обменяв их на требования к Болгарии. Наибольшее распространение такие операции получают с государственными долгами.

Возникновение вторичного рынка евровалютных кредитов объясняется также стремлением банков использовать предоставление кредитов в целях улучшения качества своих балансов и расширения кредитования. Возможны три простых способа продажи части или всей позиции банка в синдицированном кредите.

1. Новация — означает заключение нового кредитного соглашения вместо действующего кредитного контракта, который аннулируется с согласия заемщика.

2. Переписывание — эта операция технически подобна новации: по соглашению между кредиторами контракт обновляется в той части, которая касается процентных и амортизационных платежей; заемщик обязан согласиться с новым контрактом.
3. Неполное участие — в этом случае контракт не подвергается изменению, согласия заемщика не требуется. Неполное или неравноправное участие дает более низкий процент, чем это предписано контрактом для полноправных участников.

Кроме рассмотренных способов, банки стали широко использовать свопы при реструктуризации долгов. Наибольшее распространение получили конверсии активов в активы и долгов в акции. При свопе активы/активы кредиторы меняют долги несостоятельного заемщика на долги другого заемщика по полной номинальной стоимости. Свопы долги/акции использовались развивающимися странами для привлечения прямых иностранных инвестиций.

При свопе долги/акции инвесторы покупают долги со скидкой и продают их Центральному банку по номиналу за местную валюту, необходимую для инвестиций. Таким образом, инвестор получает возможность сделать свои инвестиции со значительной скидкой, а принимающая страна снижает внешний долг без оттока иностранной валюты. В конце 1980-х гг. Аргентина и Бразилия организовали широкомасштабные своповые программы с целью смены собственника или продажи местных компаний через систему публичных аукционов.

Некоторые страны с большими внешними долгами решают свои проблемы посредством выкупа своих долгов по низким ценам. Боливия, например, выкупила 240 млн долл. своего долга всего за 11 % от номинала. Возможны также конверсии долгов в товары, особенно в сырье, производимое заемщиками. На вторичных рынках производятся и более сложные операции, чем свопы и продажи долгов. Например, 20-летние Ацтек-бонды с процентной ставкой Либор + $1\frac{5}{8}\%$, выпущенные в Мексике в 1988 г., были проданы с аукциона в обмен за мексиканские долги. Эти бонды были гарантированы 20-летними бондами американского казначейства с нулевым купоном. Таким образом, долг в размере 3,7 млрд долл. был оплачен новыми бондами со скидкой в 30 %, что снизило долг на 1,1 млрд долл.

20-летние казначейские бонды США на сумму 0,5 млрд долл., приносящие доход 8,265 %, были куплены Мексикой для гарантии основной суммы займа на все 20 лет его действия, но не процентов. Это дало высокочастные требования кредиторам, вложившим деньги в мексиканские бонды, и снижение мексиканского долга. Сделки с обменом Ацтек-бондов на долги со скидкой положили начало развитию Брейди-бондов, которые были самыми активными инструментами долговых рынков в 1990-х гг. С помощью Брейди-бондов производится реструктуризация долгов развивающихся стран иностранным коммерческим банкам.

Первенство в эмиссии Брейди-бондов принадлежит Мексике, которая в феврале 1990 г. конвертировала свой долг коммерческим банкам в размере 48 млрд долл. в Брейди-бонды. К маю 1994 г. 12 других стран выпустили Брейди-бонды на сумму выше 190 млрд долл. Со временем стали применяться более сложные опционы, но мексиканская схема снижения долгов оставалась базовой. В дальнейшем наиболее распространенными стали опционы с обратным выкупом, которые позволяют стране выкупить часть своего долга с согласованной скидкой или при-

пять участие в программе по снижению долга. Инвестиционные и коммерческие банки активно работали с Брейди-бондами, инвестиционная база которых расширилась за счет подключения взаимных фондов, валютных менеджеров, страховых компаний и пенсионных фондов.

В 1996 г. бонды с фиксированной ставкой, которые являются типичным долгосрочным инструментом с правом залога основной суммы и со скользящей гарантией на проценты, качественно изменились и превратились в инструменты с плавающим процентом без права залога. Это связано с тем, что цена на закладные упала в связи с ростом казначейских ставок США и снижением привлекательности ценных бумаг с фиксированным купоном. Кроме прямой торговли Брейди-бондами развитие рынка привело к появлению производных финансовых продуктов, которые тоже активно торгуются, в частности фьючерсы и опционы на Брейди-бондовые контракты. Публикуется широко используемый Брейди-бонд индекс, который называется Бонд-индекс формирующихся рынков (*EMBI*).

15.2.4. Специфика исламских банков

Банки, функционирующие на основе шариата, образуют особый сегмент в системе формирующихся банков. В странах Персидского залива и Юго-Восточной Азии, прежде всего в Малайзии, с 1998 г. наблюдается стабильное расширение деятельности исламских банков, ежегодные темпы роста которой составляют 10-15 %. Сообщество исламских банков является быстро растущим сегментом финансового сектора Ближнего Востока. Идет активное создание исламских инвестиционных банков и фондов нового типа, занимающихся управлением активами, пакетами акций, вложениями в недвижимость. Исламские инвестиционные банки действуют на рынке лизинговых операций и рискованного капитала. Между банками исламскими и западными есть существенные различия. Например, исламский банк берет на себя убытки клиента, если считает, что нет его вины. С другой стороны, вкладчики мирятся с тем, что не получают доход в кризисные годы. В исламских банках клиенту прощают долги и не требуют залога, нет и ссудного процента.

В ссудном проценте исламские экономисты видят несправедливый заранее гарантированный доход. Согласно нормам исламской этики, праведно лишь богатство, источником которого являются собственный труд, предпринимательские усилия, наследство или дар. Прибыль рассматривается как вознаграждение за риск. Мусульманин должен избегать излишка (риба) и намеренного риска, выходящего за рамки неизбежной случайности (гарар). Рибa означает любой процент, а гарар — любую спекулятивную операцию. По шариату, вверенные человеку производительные ресурсы должны работать на благо всего общества. Деньги, не вложенные в дело, подлежат обложению благотворительным налогом. Если сам человек не способен пустить деньги в оборот, он должен вложить их в чужое предприятие и получать доход. Операция мушарака означает участие банка в прибылях и убытках предприятия.

Теоретическая разработка финансовой модели исламского капитала без ссудного процента началась в 1940-х гг. История исламского банковского дела начинается с 1963 г., когда в Египте открылся первый исламский сберегательный банк, который не начислял и не платил процентов. Накопленные на счетах средства инвестировались в торговлю и промышленность, а полученная прибыль делилась между вкладчиками. К 1967 г. в Египте подобных банков стало девять, но просу-

ществовали они недолго. С 1969 г. мировым центром исламской банковской деятельности становится Саудовская Аравия. Практическая работа по созданию исламских банковских институтов развернулась в 1970-е гг., в результате нефтяного кризиса 1973 г., обеспечившего приток нефтедолларов, что позволило исламским банкам создать значительные пассивы.

В 1974 г. Организация исламских государств приняла решение о создании Межгосударственного исламского банка развития для финансирования экономических и социальных программ на основе шариата. В 1974 г. исламские государства учредили ныне действующий Исламский банк развития, в который входят 53 страны, где ислам является государственной религией. Банк развития призван поддерживать исламские банки по всему миру, расходуя на эти цели до 2 млрд долл. в год. В 1975 г. был создан Исламский банк Дубай. Основателями исламского банковского дела были саудовский принц Мохамед аль-Фейсал, ныне глава группы *Faisal Finance/Dar Al Mai*, а также шейх Салех Камель, основатель группы *Albama*. В 1977 г. два банка группы Файзал открылись в Судане и Египте; в 1979 г. был основан первый исламский банк в Бахрейне.

В Юго-Восточной Азии активный рост исламского банковского дела начался в 1980-е гг., но еще в 1963 г. в Малайзии был создан благотворительный исламский фонд для паломничества в Мекку, на основе которого возник один из крупнейших исламских инвестиционных фондов. Бурный рост исламского банковского сектора в Малайзии начался с 1983 г. Малазийское правительство старается привлечь ближневосточные капиталы в страну и сделать Куала-Лумпур исламским финансовым центром. Стремительный рост исламских банков наблюдается в странах Персидского залива. По данным Международной ассоциации исламских банков, в 2000 г. в 35 странах действовало около 200 исламских банков.

Совокупная величина активов исламских финансово-кредитных организаций оценивается в 200 млрд долл. В конце ноября 2000 г. на совещании банкиров из Саудовской Аравии, Кувейта, Малайзии и других мусульманских стран было принято решение о создании Исламского финансового рынка с торговыми площадками в Бахрейне и на о. Лабуане (Малайзия). Основным предметом сделок на создаваемом финансовом рынке будут срочные контракты товарных бирж Лондона, которые используются исламскими банками для удовлетворения потребности в ликвидности. В 1999 г. на Нью-Йоркской фондовой бирже были учреждены индексы *Dow Jones Islamic* и *FTSE Islamic*, отражающие курсы акций, в которые могут вкладывать свои деньги инвесторы-мусульмане.

15.3. Валютно-финансовые кризисы 1990-х гг.

15.3.1. Особенности валютно-финансовых кризисов в Мексике и Бразилии

Нарастающий бурный приток зарубежных финансов в страны с формирующимися рынками в 1990-е гг. время от времени тормозился валютно-финансовыми кризисами в латиноамериканском регионе, в Азии и в России. Кризисы 1990-х гг. имели национальные и региональные особенности и в разной степени воздействовали на ситуацию в догоняющих странах и на мировую экономику в целом. Кризисы в крупных латиноамериканских странах с падением темпов экономического роста в 1995 г. Мексике В Аргентине, со снижением темпов роста в Бразилии

в 1998 г. не были случайными. Они показали, что недостатки прошлого полностью не изжиты и остаются дестабилизирующим фактором развития.

К ним присоединились издержки глобализации: ускоренная приватизация государственной собственности, либерализация внешнеэкономической деятельности, чрезмерная открытость, особенно рынка финансовых услуг. Завышенные валютные курсы тормозили развитие экспорта и поощряли импорт; дефициты по текущему платежному балансу и по госбюджету покрывались привлечением иностранного капитала; долговые платежи сдерживали экономический рост; значительное присутствие нерезидентов на рынках ценных бумаг и банковского кредита со спекулятивными целями создавало взрывоопасную ситуацию. Латиноамериканские кризисы 1994–1995 гг. были финансовыми, но с грузом прошлых проблем; их воздействие не выходило за пределы региона, и они не имели серьезных последствий общемирового характера.

Ускоренная открытость миру Мексики была обусловлена рядом обстоятельств. В 1992 г. Мексика стала членом Североамериканской зоны свободной торговли (НАФТА) наряду с США и Канадой; в 1994 г. она была принята в Организацию экономического сотрудничества и развития (ОЭСР). Это ускорило переход Мексики от экономической модели, базирующейся на обширном государственном секторе и государственном «патернализме» в национальном хозяйстве, к модели открытой рыночной экономики, который наметился в середине 1980-х гг.

Подлинная либерализация государственного регулирования в Мексике началась в 1989–1994 гг. За эти годы произошло резкое сокращение госсектора, были осуществлены приватизация и структурные реформы, возросла открытость мексиканской экономики. Важнейшей частью экономических реформ в Мексике стало реформирование банковской системы, которая была национализирована в 1982 г. и подлежала жесткому административному регулированию. С 1989 г. важными направлениями банковской реформы стали либерализация и введение открытости мексиканской кредитной системы для иностранного банковского капитала.

В 1990–1991 гг. в Мексике была осуществлена приватизация коммерческих банков, в которой участвовали и иностранные инвесторы. В ходе своповых операций зарубежные банки могли обменивать мексиканские долговые обязательства на приватизационные бонды, которые использовались в качестве средства платежа при покупке акций приватизируемых предприятий. Макроэкономические и структурные реформы в сочетании с либерализацией повысили привлекательность Мексики для иностранных инвесторов. Закон 1993 г. об иностранных инвестициях расширил возможности участия зарубежного капитала в ряде отраслей национальной экономики, особенно в банковской сфере.

Законом разрешалось 30 %-ное прямое участие иностранных инвесторов в акционерном капитале многопрофильных коммерческих банков, а также в капитале банков, контролируемых холдинговые компании финансовых групп. Нерезиденты получили разрешение осуществлять косвенное участие в банковском капитале через специальные трастовые фонды нейтральных инвестиций типа инвестиционных фондов. Трастовые фонды размещают среди иностранных инвесторов сертификаты участия, мобилизованные таким образом средства они вкладывают в акции мексиканских компаний без права голоса, а также в коммерческие банки и в холдинговые компании финансовых групп.

В 1994 г. в Мексике были приняты Правила учреждения филиалов иностранных финансовых институтов. Вступление в силу в том же году режима НАФТА означало введение открытости мексиканской кредитной системы для инвесторов из США и Канады, которым предоставлялось расширенное долевое участие в мексиканских банках. За 1994–1998 гг. в Мексике было открыто 20 филиалов зарубежных банков, 16 иностранных брокерских фирм; иностранным банковским капиталом было создано 10 финансовых групп.

В предкризисное пятилетие (1989–1994 гг.) мексиканскому правительству удалось снизить инфляцию до однозначных значений. Сохранялись дефициты по госбюджету и по текущему платежному балансу (1994 г. — 7 % ВВП). Темпы экономического роста мексиканской экономики были скромными: в 1989–1994 гг. в среднегодовом исчислении темп роста ВВП составил 3,7 %. В 1995 г. прирост ВВП был отрицательным — минус 6,1 %, что вызвало отток сначала банковского капитала, затем бегство нерезидентов с рынков ценных бумаг и сокращение официальных резервов.

Кризис 1995 г. был подготовлен предшествующими поспешными реформами, осуществленными в значительной мере под давлением внешних обстоятельств. Либерализация внешнеэкономической деятельности и рыночные реформы стимулировали рост потребления при недостаточном уровне сбережений из-за плохой собираемости налогов и низкой финансовой дисциплины. Завышенный курс национальной валюты способствовал опережающему росту импорта товаров и услуг. Это привело к образованию хронического отрицательного сальдо по текущим расчетам, которое покрывалось привлечением иностранного капитала.

Иностранные инвесторы охотно покупали ценные бумаги мексиканского правительства, органов управления штатов, крупных компаний, которые давали более высокие доходы, чем инвестиции в развитые страны. Доверие к мексиканским правительственным ценным бумагам еще более возросло в 1994 г., когда правительство предоставило покупателям новых бондов (*tesobonos*) долларовую гарантию. Это давало возможность инвесторам вернуть свои деньги в долларах, в случае девальвации национальной валюты. В результате за 1992–1994 гг. правительственные обязательства Мексики перед нерезидентами в национальной валюте возросли более чем в 2 раза.

Возникновению мексиканского кризиса способствовало и падение мировых цен на нефть в 1992–1994 гг. Ожидание девальвации национальной валюты, сомнения в том, что правительство и Банк Мексики смогут удержать курс песо в пределах коридора, привели к оттоку национальных капиталов с рынка мексиканских ценных бумаг с октября 1994 г. Бегство капитала из Мексики превосходило новые эмиссии правительственных ценных бумаг с долларовой гарантией (тезобонос), валютные резервы сократились с 1993 по 1994 г. в 4 раза и составили 6 млрд долл. 20 декабря 1994 г. правительство расширило долларовый коридор колебаний песо на 13 %, что вызвало массовое бегство в доллар; курс песо упал на 36 % по сравнению с докризисным уровнем.

Финансовая катастрофа в Мексике напрямую затрагивала интересы США, и пакет финансовой поддержки был сформирован довольно быстро. Сначала Мексике выделили 18 млрд долл., из которых правительство США обещало 9 млрд долл., американские банки — 3 млрд долл., другие страны и организации —

6 млрд долл. К концу февраля сумма поддержки увеличилась до 52 млрд долл., в том числе МВФ предоставил Мексике кредит в размере семи ее квот в фонде, что вдвое превысило допустимый объем.

Это помогло Мексике довольно быстро выбраться из кризиса, и уже в 1996 г. темп прироста ВВП составил 5,2 %, в 1997 г. — 6,8 %. Азиатский кризис 1997 г. несколько замедлил рост мексиканской экономики. В 1998-1999 гг. среднегодовой рост ВВП составил 4,2 %; инфляция поднялась до 16-17 %, дефицит платежного баланса по текущим расчетам составил 3,4 % ВВП. Внешний долг Мексики в 2001 г. составил 146 млрд долл. Аргентина не получила существенной финансовой поддержки со стороны кредиторов и с 1998 г. пребывает в полосе затяжного экономического кризиса, который периодически обостряется.

В начале 1990-х гг. экономика Бразилии испытывала серьезные трудности. Ее характеризовали отрицательные темпы роста (в 1990-1993 гг. минус 1,2 % в среднегодовом исчислении), расстройство государственных финансов, неустойчивость банковской системы при среднегодовой инфляции в 1990-1993 гг. — 1100 %, в 1992 г. — 2489 %. Большинство государственных кредитных учреждений оказались несостоятельными; доля просроченных и безнадежных займов в общем объеме их кредитного портфеля составила 45 % в середине 1994 г. Частные коммерческие банки тоже характеризовались низкой эффективностью, их прибыльность на 40 % была обусловлена высокими процентами и высокой инфляцией, т. е. они получали прибыль за счет временного лага между датой поступления и датой выплаты средств.

Реализация «плана реал» с 1993 г. привела к быстрому улучшению бразильской экономики. Инфляция снизилась до двузначных показателей, темпы экономического роста повысились с минус 0,5 % ВВП в 1992 г. до 5,0 % ВВП в среднегодовом исчислении в 1993-1995 гг.; в 1996-1997 гг. они составили 3,1 % ВВП. Это, однако, не привело к оздоровлению банковской системы. Коммерческие банки столкнулись с проблемой ликвидности и возврата ранее выданных займов. Доля просроченных и безнадежных займов в кредитном портфеле бразильской банковской системы увеличилась с 8 % в 1994 г. до 14,5 % в 1996 г.

В 1995-1996 гг. в Бразилии проводилась программа ускоренной реструктуризации частных банков. В 1997-1998 гг. осуществлялась масштабная реструктуризация государственных кредитных институтов и проводились мероприятия по усилению проникновения иностранных банков. Увеличение доли нерезидентов на финансовом рынке Бразилии стало дестабилизирующим фактором уже во время мексиканского и азиатского кризисов. В 1994-1995 гг. объем иностранного капитала на рынке ценных бумаг сократился в 4,7 раза; в 1997 г. наблюдался чистый отток с рынка иностранного банковского кредитования.

К 1998 г. Бразилия не преодолела присущие ей факторы неустойчивости, а именно: непреодолимый дефицит консолидированного бюджета (в 1994-1998 гг. — 6,2 % ВВП в год), отрицательный текущий платежный баланс (в 1997-1998 гг. — 4,7 % ВВП). Внешний долг Бразилии составил в 1994 г. 18,2 % ВВП, в 1998 г. — 31,2 % ВВП; платежи по его обслуживанию забирали все большую часть экспортных доходов. Завышенный курс национальной валюты тормозил экспорт, увеличивал импорт и в сочетании с высокой инфляцией поддерживал ожидание девальвации.

В августе 1998 г. индекс курса акций на главной фондовой бирже страны упал на 40 %, что вызвало массовую панику и бегство капитала из страны. Центральный банк поспешно скупал национальную валюту; официальные резервы страны к 1999 г. снизились на 56 % и составили менее 32 млрд долл. Ставка рефинансирования была поднята до 30 % годовых, рыночные ставки по ссудам банков подскочили до 40-50 %, что сделало банковский кредит недоступным для подавляющей массы предпринимателей. Защита стабильности валюты сопровождалась падением темпов роста. Бразильский кризис отозвался во всех странах региона прежде всего в виде обесценения акций, ухода нерезидентов с финансовых рынков, девальвации валют.

Пакет международной помощи Бразилии с участием США, МВФ и других кредиторов был сформирован в ноябре 1998 г. в размере 41,5 млрд долл., из которых 18,1 млрд долл. в виде кредитов МВФ. Бразилия взяла на себя выполнение согласованных с МВФ обязательств по оздоровлению экономики. А именно: уменьшение бюджетного дефицита, улучшение сбора налогов, ограничение банковского кредита неэффективным предприятиям, сдерживание роста денежной массы, санация кредитно-банковской системы и др. В 1999 г. Центральный банк отказался от поддержки курса реала, и он упал почти вдвое по отношению к доллару. ВВП увеличился всего на 0,8 %; на прежнем уровне сохранялись инфляция, дефицит госбюджета и текущего платежного баланса. С 2000 г. ситуация в Бразилии стала улучшаться, восстановился экономический рост (4,5 % ВВП).

В 2000-е гг. в Бразилии и в Мексике появляются современные способы производства, обновляется финансовая система. Микроэлектронный и информационный переворот затронул многие отрасли экономики; многие банки перешли на электронную систему расчетов; увеличилось число инновационных структур, в том числе технопарков. Внешний долг стал постепенно сокращаться, снижается и отношение долговых платежей к доходам от экспорта товаров и услуг. МВФ стал уделять больше внимания долгосрочным структурным и институциональным проблемам. Выдвигаются меры, направленные на повышение социальной защищенности, эффективности управления, степени прозрачности бюджетов, а также усиление эффективности финансовых институтов.

15.3.2. Азиатский валютно-финансовый кризис

Азиатский валютно-финансовый кризис 1997 г. был неожиданным, поскольку на протяжении последних трех десятилетий страны Юго-Восточной и Восточной Азии были регионом с самыми высокими темпами экономического роста. Кризис в 5 странах Азии (Индонезия, Корея, Малайзия, Таиланд, Филиппины) существенно отличался от прежних кризисных потрясений в развивающемся мире. Это был кризис роста, связанный с отставанием финансовой инфраструктуры от экономики в целом; кризис эпохи глобализации, которая оказалась непосильным бременем даже для стран с безупречным финансовым статусом, с высокими темпами расширения экспорта. Его негативное влияние на формирующиеся рынки было весьма ощутимым; он в значительной мере спровоцировал кризисы в России и в Бразилии в 1998 г.

Серьезные трудности, переживаемые японской экономикой с 1991 г., кризис «плохих долгов» и перестройка банковской системы оказали негативное воздействие на весь азиатский регион, особенно на страны, принявшие японскую мо-

дель развития. Поспешное введение монетаристских методов со второй половины 1980-х гг. дал впоследствии свои негативные результаты. Дерегулирование происходило в ускоренном режиме и опережало формирование современных финансовых систем, интегрированных в глобальный финансовый рынок. Для частных заемщиков-резидентов были упрощены условия получения иностранных займов и эмиссии ценных бумаг на международных рынках.

Был ослаблен контроль движения спекулятивного иностранного капитала — кредитами коммерческих банков и портфельными инвестициями. Увеличились лимиты участия иностранных инвесторов в капитализации национальных фондовых рынков. Задолженность нерезидентам возрастала. Иностранцев привлекали фиксированные к доллару курсы национальных валют, высокие процентные ставки, высокие доходы на неразвитом рынке гособлигаций. Происходило разбухание денежной массы; на рынке недвижимости предложение превысило спрос. Инвестиционный бум стимулировал импорт оборудования; увеличился дефицит по международным расчетам. Накопление проблем происходило на фоне высокого роста и профицита госбюджетов.

Предкризисный пик большинство стран, оказавшихся впоследствии в кризисе, прошло в 1996 г., когда совокупный чистый приток частного капитала в Индонезию, Корею, Малайзию, Таиланд и Филиппины составил 67 млрд долл., увеличившись с 1992-1993 гг. в 3 раза. Валютно-финансовый кризис — это прежде всего кризис доверия кредиторов/инвесторов, результат финансовой паники и бегства международного и местного капитала за рубеж. Кризис возник в середине 1997 г., и чистый отток частного капитала из 5 кризисных стран за 1997-1998 гг. составил 43,8 млрд долл.

Финансовый кризис развивался по традиционной схеме: приток иностранных портфельных инвестиций сменяется оттоком; снижаются курсы акций и доходы на долговые ценные бумаги. Происходят спекулятивные атаки на национальные валюты, их девальвация, увеличивается стоимость обслуживания внешней задолженности, истощение валютных резервов. Усиливается натиск вкладчиков на банки, происходят банкротство фирм и закрытие банков; спад в производственном секторе, рост инфляции и безработицы. Кризис с наибольшей силой поразил страны с наиболее продвинутой экономикой, наиболее интегрированные в мировую хозяйственную систему: Южную Корею, Индонезию, Малайзию и Таиланд.

В значительно меньшей степени он затронул Филиппины, которые добились скромных успехов в системно-структурных преобразованиях в докризисные годы. Они не имели крупного притока капитала до кризиса и его крупного оттока во время кризиса. Снижение ВВП Филиппин составило в 1998 г. 0,6 %, тогда как падение ВВП в Корее составило минус 6,7 %, в Индонезии — минус 13,0 %, в Таиланде — минус 10,2 %.

Уже в конце 1997 г. МВФ утвердил крупнейшую в своей истории программу финансовой помощи Корее в размере 57 млрд долл. по следующей схеме: МВФ обеспечит 21 млрд долл. резервных кредитов, Всемирный банк — 10, Азиатский банк — 4, Япония — 10, США — 5, и еще 5 млрд долл. совместно предоставят Австрия, Великобритания, Германия, Канада, Франция. Первые транши МВФ предоставил Корею в декабре 1997 г. в размере 19,2 млрд долл. Помощь международных кредиторов получили также Таиланд и Индонезия; Малайзия справлялась

своими силами. На середину 1998 г. трем азиатским странам было предоставлено 117,7 млрд долл., в том числе МВФ предоставил 36,1 млрд долл., Всемирный банк и Азиатский банк развития — 26,7 млрд долл., иностранные государства на двусторонней основе — 54,9 млрд долл.

В результате Корея получила 58,2 млрд долл., Индонезия — 42,3 млрд долл., Таиланд — 17,2 млрд долл. Официальные кредиторы, оказав существенную поддержку азиатским кризисным странам, потребовали в обмен восстановить доверие к национальным валютам и установить курс, который позволял бы обслуживать внешнюю задолженность, провести антикризисные меры. В антикризисные меры были включены следующие положения: ужесточение бюджетной политики, профицит госбюджета, отмена или существенное сокращение субсидий на многие ключевые товары и услуги. В частности, Корея согласилась за 1997-1998 гг. сократить дефицит текущего платежного баланса до 1 % ВВП, снизить уровень инфляции до 5 %.

Кроме того, до конца 1998 г. корейский парламент обязался принять законы, предоставляющие независимость Центральному банку и ослабляющие правительственный контроль над финансовым сектором. Доля участия иностранного капитала в акционерных компаниях с котирующимися акциями поднималась с 26 до 55 % к 1998 г. Было разрешено создание дочерних предприятий иностранных банков и брокерских фирм для усиления конкуренции в финансовом секторе. Предусматривалось полное открытие рынка корпоративных облигаций для иностранных инвесторов, упрощение процедуры прямых иностранных инвестиций. Это нацеливало южнокорейские конгломераты на увеличение заимствований на рынках ценных бумаг. Правительству не позволялось оказывать помощь через субсидирование и налоговые льготы.

К концу 1998 г. в Корее и Таиланде была ужесточена финансовая политика, стабилизирован обменный курс, что позволило снизить процентные ставки и сделать кредит более доступным. Этим странам удалось восстановить резервы иностранной валюты и добиться положительного баланса по текущим операциям. В 1998 г. инвалютные резервы Кореи увеличились по сравнению с предыдущим годом в 2,5 раза и составили 52 млрд долл., платежный баланс был сведен с активом в размере 40 млрд долл. за счет сокращения импорта товаров в 1,5 раза; приток прямых инвестиций составил более 5 млрд долл., портфельных — около 4 млрд долл.

В 1998 г. инвалютные резервы Таиланда составили 29 млрд долл., экспорт превысил импорт на 27 %; приток прямых иностранных инвестиций составил 7 млрд долл. Западные автомобильные компании активизировали свою деятельность в стране. К производству автомобилей приступил «Форд моторе*» в партнерстве с «Мазда моторе*»; «Дженерал моторе» начал строительство собственного предприятия, о своих далеко идущих планах в Таиланде объявила БМВ. Активно повели себя в Таиланде японские инвесторы, скупая пакеты акций различных компаний. В январе 1999 г. крупная японская компания «Сумитомо» объявила о планах создания нескольких индустриальных парков на Филиппинах.

Экономическая ситуация в Малайзии в 1998 г. оставалась сложной: сохранялся отрицательный текущий платежный баланс при активном торговом балансе, приток капитала и увеличение резервов были незначительными. В 1998 г. начала оживать экономика Индонезии: увеличились инвалютные резервы, актив торгового

баланса составил 18 млрд долл., текущего платежного баланса — около 4 млрд долл., но приток капитала не восстановился.

Валютно-финансовый кризис обнажил слабость финансовых структур, национальных фирм и банков азиатских стран. В посткризисный период они приступили к серьезным структурным и институциональным преобразованиям, к оздоровлению финансового сектора, перестройке банковской системы, ликвидации избыточных мощностей и т. д. МВФ требовал урезания государственных расходов, повышения процентных ставок. Помощь МВФ помогла нарастить валютные резервы, стабилизировать валютные курсы. Относительные показатели внешнего долга и сальдо текущего платежного баланса стран Азии приведены в табл. 15.6.

Таблица 15.6
Относительные показатели внешнего долга
и сальдо текущего платежного баланса азиатских стран в 2001 г.¹

Страны	Внешний долг, в % к экспорту товаров и услуг	Сальдо по текущим расходам, в % к ВВП
Гонконг	19	3,6
Индонезия	186	2,7
Корея	60	2,8
Малайзия	39	6,3
Сингапур	5	21,4
Таиланд	86	4,7
Тайвань	24	3,5

Девальвация национальных валют позволила расширить экспорт товаров, особенно в США, что способствовало образованию активного торгового баланса и быстрому преодолению кризиса. Приток иностранного капитала стал восстанавливаться с конца 1998 г.; курс акций в секторе информационных и других новейших технологий начал подниматься. Удешевление в ходе кризиса активов промышленных компаний вызвало волну слияний и поглощений. Активизация структурных реформ и либерализация стимулировали приток иностранного капитала. К 2001 г. кризисные страны вышли с активными текущими платежными балансами и с низкими показателями по отношению внешнего долга к экспорту товаров и услуг, за исключением Индонезии.

Азиатский валютно-финансовый кризис 1997-1998-х гг. в сочетании с кризисом в России и Бразилии оказали угнетающее воздействие на мировую экономику в целом, особенно на международные потоки капитала. Азиатский кризис и в меньшей мере российский кризис вызвали масштабный отток капитала с формирующихся рынков, а в некоторых случаях обрушили неокрепшие рынки ценных бумаг и кредитно-банковскую систему. В 1999-2000 гг. формирующиеся финансовые рынки в основном стабилизировались, но и к 2002 г. они еще не достигли предкризисного уровня.

¹ Источник: Внешнеэкономический бюллетень, 2002. — № 2. — С. 19.

15.3.3. Посткризисная консолидация финансового сектора

В ответ на глобализацию финансов, внедрение инновационных технологий и для поддержания конкурентоспособности во всех странах в той или иной степени консолидируются банки, биржи, брокерские и другие институты, либерализуется доступ, дерегулируется брокерская деятельность, внедряются интернет-технологии. Консолидация финансового сектора наиболее эффективно проводится в странах с развитыми (зрелыми) рынками, где главной целью является снижение расходов при осуществлении финансовых сделок.

В странах с формирующимися рынками процессы консолидации финансового сектора, направленные на его дальнейшее укрепление посредством прежде всего проведения институционально-структурных преобразований и внедрения электронных технологий, получили развитие с конца 1990-х гг. В этих странах консолидация является способом реструктуризации финансовой системы после кризиса. Консолидация финансовой системы в главных странах с формирующимися рынками происходит быстрыми темпами, поскольку власти и участники рынка видят в этом возможность поддержать конкурентоспособность в быстро меняющейся сфере глобальных финансовых услуг.

В этом процессе велика роль не только трансграничных слияний и приобретений, свидетельствующих о растущей концентрации и централизации капитала, но и правительственного регулирования, ибо возникают проблемы укрепления рыночной дисциплины и официального надзора за финансовыми институтами. Финансовые конгломераты, производящие большое количество продуктов и услуг, усложняют надзор и регулирование. Развитию электронных финансовых систем способствует использование Интернета в производстве и предоставлении финансовых услуг, но пока они находятся на ранней стадии развития в большинстве развивающихся экономик. Преобразования охватили прежде всего банковскую систему.

Банки сливаются с другими банками, а также с компаниями по ценным бумагам, работающими на рынке финансовых услуг. Либерализация комиссионных услуг и развитие торговли в реальном времени ведут к сокращению брокеров, в то время как обмен акциями и деривативами объединяются и включаются в трансграничные альянсы. Развитие частной пенсионной системы в Латинской Америке и Центральной Европе способствует ее консолидации. В странах с формирующимися рынками, равно как и в развитых странах, главными факторами, стимулирующими укрепление банковской системы, являются глобализация, развитие информационных технологий, дерегулирование. Ей препятствуют недостаток информации, прозрачности, различные системы регулирования.

Однако эти факторы сочетаются в разных соотношениях, что и определяет различия между зрелыми и развивающимися рынками. Наиболее значительные различия между зрелыми и незрелыми рынками проявляются в трансграничных слияниях и приобретениях. В странах с формирующимися рынками наблюдалось, с одной стороны, сокращение количества внутренних коммерческих банков; с другой стороны, иностранные банки значительно расширили свое участие в национальных банковских системах в ряде стран Латинской Америки, Центральной Европы и некоторых других. В развивающихся и переходных странах выше, чем в развитых странах, государственное регулирование и слабее рыночное регулирование в процессе финансовой консолидации.

Во многих развивающихся странах местные банки возникли на правах семейной (клановой) собственности, и во многих случаях они были частью промышленных конгломератов (групп). Такой семейный бизнес имеет тенденцию расширяться, особенно в странах со слабо развитыми первичными и вторичными рынками. Страны с формирующимися рынками различаются по уровню рыночной капитализации банков. В 2000 г. в Малайзии он превысил объем ВВП, в Чили составил 86 % ВВП, в Аргентине, на Филиппинах - 60-70 % ВВП. Многие банки в латиноамериканских и восточноевропейских странах не имеют листинга. Лучше обстоит дело с получением листинга в Азии: в 2000 г. в Корее 23 банка из 43 имели листинг, в Малайзии — 24 из 66, в Таиланде — 17 из 34.

Процессы банковских слияний и поглощений охватили азиатские страны, за 1994-2000 гг. количество внутренних банков в Корее сократилось с 30 до 13, в Малайзии — с 25 до 10, в Таиланде — с 15 до 13, на Филиппинах — с 41 до 27. В Азии сохраняются значительные национальные различия в банковских системах и в процессе консолидации. В Гонконге и Сингапуре много семейных средних и малых банков. В банковской системе этих стран происходят изменения, однако этот процесс слабо стимулируется властями. Банки этих территорий имеют относительно высокую капитализацию, и их доходность возрастает. В Корее власти играют активную роль в процессе консолидации. Власти Малайзии пытались способствовать консолидации банковской системы с конца 1990-х гг., но почти безрезультатно.

В 1999 г. в Малайзии было объявлено, что 54 коммерческих банка и финансовые компании объединяются в группы с 6 «якорными» банками. Консолидация брокерской деятельности в Малайзии является частью плана комиссии по рынкам ценных бумаг, опубликованном в феврале 2001 г. Целью плана является достижение большей определенности в направлениях правительственной политики либерализации и консолидации. В области банковской деятельности имеется в виду укрепить позиции игроков на внутреннем рынке, полностью открытом для иностранцев, и в 4 раза снизить количество брокеров.

В Латинской Америке процесс консолидации банков принял наибольший размах в результате более раннего прохождения кризиса и вхождения иностранного капитала в банковскую систему. Существенным было воздействие правительств на процесс консолидации, но в конце 1990-х гг. важную роль стали играть рыночные механизмы. За 1994-2000 гг. количество банков в Аргентине сократилось с 206 до 113, в Бразилии - с 245 до 193, в Мексике - с 36 до 23, в Чили - с 37 до 29.

В странах Центральной и Восточной Европы либерализация банковской системы вызвала появление большого числа новых банков. Некоторые из них остались на рынке и увеличили на нем свою долю за счет неэффективных государственных банков. Государственные банки теряли свою долю на рынке из-за оздоровительных операций до их приватизации стратегическими инвесторами, в основном иностранными. Тенденция к консолидации банков в этом регионе четко обозначилась, и общее количество банков в Венгрии, Польше и Чешской Республике снизилось к 2000 г. до 158 против 177 в 1994 г.

После кризисов 1990-х гг. на формирующихся рынках произошли существенные изменения в биржевой и внебиржевой торговле. В Латинской Америке рост биржевой торговли происходил за счет приватизации и растущего участия нерези-

зидентов на внутренних рынках. В 1998 г. объемы торговли акциями на местных биржах сократились. Этому способствовали рост доходов по депозитам, торгуемым на главных глобальных биржах, исключение из листинга компаний стран с формирующимися рынками, снижение котировок их акций.

За 1999-2000 гг. рыночная капитализация биржи Буэнос-Айреса снизилась наполовину, объем торговли — более чем в 2 раза. Напротив, быстро развивается внебиржевой электронный рынок крупных банков по торговле ценными бумагами с фиксированным доходом. В результате консолидации банковской системы число агентов на электронном рынке сократилось, объем торговли ценными бумагами с фиксированным доходом превзошел торговлю акциями. На базе электронной системы были созданы аргентинская клиринговая система, объединившая клиринговые, расчетные, регулирующие функции, и центральный депозитарий.

Большие потери ликвидности были отмечены на фондовой бирже Мексики в 2000 г. по сравнению с максимальными показателями 1999 г. Мексиканская биржа восстановила предкризисный уровень рыночной капитализации и объемов торговли; однако 60 % торговли акциями осуществляется за пределами страны посредством выпуска АДР. Половину торговли на мексиканской бирже осуществляют нерезиденты. В 2001 г. мексиканский конгресс одобрил пакет финансовых реформ, содержащий меры по преодолению препятствий для развития рынка внутренних ценных бумаг.

В Чили в связи с сокращением объема торговли акциями из-за их ухода с местного рынка на рынок АДР власти провели ряд мероприятий для стимулирования деятельности местных бирж. Были устранены препятствия на пути движения капитала, приняты законы по улучшению корпоративного управления и защите интересов мелких вкладчиков. Бразильская биржа Сан-Паоло отозвалась на требования глобализации и технологических инноваций посредством слияний, изменения торговой среды для компаний с высокими стандартами корпоративного управления, а также посредством активного участия в региональных и глобальных инициативах по интеграции с другими национальными биржами. Биржи Сан-Паоло и Рио-де-Жанейро с 1996 г. развивают электронную торговлю, что позволяет семи региональным биржам торговать ценными бумагами в режиме реального времени,

В 2000 г. двумя главными биржами Бразилии было принято решение о слиянии с региональными биржами; при этом торговля акциями будет сосредоточена в основном в Сан-Паоло, а торговля долговыми ценными бумагами в Рио-де-Жанейро. Дальнейшие серьезные преобразования в деятельности латиноамериканских бирж могут быть связаны с их предполагаемым участием в проектируемом Глобальном фондовом рынке, который позволит вести круглосуточную торговлю ценными бумагами. Бразильская и мексиканская фондовые биржи участвуют в переговорах десяти мировых фондовых рынков, инициированных Нью-Йоркской биржей, о формировании Глобального фондового рынка.

Дальнейшей интеграции развивающихся рынков в глобальную финансовую систему способствуют внедрение и развитие интернет-технологий. За последние 10 лет произошли заметные преобразования в торговле ценными бумагами, вызванные быстрым совершенствованием технологий и развитием глобализации финансов. Автоматизация торговых систем, введенная европейскими биржами

и американской электронной коммуникационной сетью, в сочетании с расширением интернет-торговли в режиме реального времени (*on-line*) привели к значительному снижению торговых издержек, росту торгового оборота, интернационализации торговых и операционных систем, к реформам в структуре и управлении торговли ценными бумагами.

Торговля акциями и облигациями в режиме он-лайн является наиболее быстро растущей сферой электронных финансов. Это позволяет рассматривать ее как признак возможных фундаментальных изменений в сфере финансовых услуг. Торговля он-лайн обеспечивает не только более быстрое исполнение операций, но и снижение издержек по транзакциям. Вместе с тем возрастают волатильность, спекуляции, обостряется конкуренция, снижается маржа для инвестиционных банков и других институтов.

Наиболее быстро развивается брокерская торговля он-лайн акциями в Корее, где ее доля с 1998 г. увеличилась в 15 раз и в 2000 г. составила 60 %. В других азиатских странах доля торговли он-лайн значительно скромнее: в Сингапуре она составила 6 %, на Тайване — 5 %, в Гонконге — 2 %. Предполагается, что в ближайшие годы азиатские страны достигнут уровня США по торговле в режиме реального времени — 40 %. В Корее расширяется и однодневная торговля, когда одна и та же акция покупается и продается одним и тем же инвестором в течение одного дня; в 2000 г. доля однодневной торговли составила около 30 % биржевой торговли акциями.

Торговля он-лайн распространилась на бонды, займы, торговые кредиты, операции с валютами и деривативами и с другими финансовыми контрактами. Наиболее широко торговля в режиме реального времени используется на первичном и вторичном рынках бондов. Рынок первичной продажи бондов в режиме он-лайн начал функционировать с эмиссии Всемирного банка в январе 2000 г. Большая доля бондов была выкуплена американскими инвесторами, в том числе и на розничной основе. Затем Аргентина произвела евроэмиссию по Интернету, 40 % которой были куплены европейцами, включая мелких инвесторов. За Всемирным банком последовали еще 200 эмиссий в режиме он-лайн, но немногие провели вторичную торговлю в этом режиме.

С весны 2000 г. в режиме он-лайн функционирует независимая торговая площадка *Cugenex*, работают также *Fxmatchbook*, *CFOweb*. Последняя предлагает фиксированный доход на процентные деривативы и валютные обмены в одном пакете. *Merrill Lynch* выпускает продукты валютного обмена (спот, форвард, свопы, простые ваиалла опционы) в режиме он-лайн. Торговля займами и финансирование торговли тоже осуществляется в реальном времени. В Сингапуре и Гонконге *DebtDomain* предлагает займы на вторичном рынке, позволяя банкам активно управлять портфелями. Интернет-торговля привлекает низкими издержками, которые, например, в банковских операциях снижаются в 6-10 раз.

Выводы

1. Национальные финансовые рынки развивающихся и переходных стран с догоняющим типом развития включают внутренние финансовые рынки, а также операции резидентов с внешним миром. Финансовые рынки развива-

ющихся и переходных стран все более интегрируются в мировой (глобальный) финансовый рынок, где они образуют формирующийся, или развивающийся (*emerging*), сегмент.

2. В условиях либерализации финансового сектора поток иностранного частного капитала устремился нарастающими темпами в наиболее продвинутые развивающиеся, а также переходные страны, опережая формирование финансовой инфраструктуры в принимающих странах.
3. Приток иностранных финансов на высокодоходные рынки государственных долговых ценных бумаг и на рынки дешевых корпоративных акций ускорил формирование и расширил объемы внутренних рынков ценных бумаг. Правительства, банки и промышленные корпорации развивающихся и переходных стран получили доступ на международные финансовые рынки.
4. Банковское кредитование остается важнейшим источником привлечения внешних ресурсов в развивающиеся страны. Они поступают по трансграничным каналам от внутренних банков развитых стран, из оффшорных банков и от иностранных банков на территории принимающих стран. Синдигированные еврокредиты преобладают в банковском кредитовании.
5. Нарастающий бурный приток зарубежных финансов в страны с формирующимися рынками в 1990-е гг. тормозился валютно-финансовыми кризисами в латиноамериканском регионе, в Азии, в России.
6. Кризисы в Мексике и Аргентине 1994-1995-х гг. показали, что прежние недостатки развития не преодолены и остаются дестабилизирующим фактором. В сочетании с чрезмерной открытостью рынка финансовых услуг и масштабным притоком иностранного спекулятивного капитала возникли кризис доверия кредиторов/инвесторов, массовое бегство капитала, девальвации национальных валют, истощение официальных резервов, увеличение задолженности и другие негативные кризисные явления.
7. Валютно-финансовый кризис в 5 странах Азии (Индонезия, Корея, Малайзия, Таиланд, Филиппины) существенно отличался от прежних кризисных потрясений в развивающемся мире. Это был кризис роста, связанный с отставанием финансовой инфраструктуры от экономики в целом; подлинный кризис эпохи глобализации. Его негативное влияние на другие страны было весьма ощутимым; он в значительной мере спровоцировал кризисы в России и в Бразилии в 1998 г.
8. Валютно-финансовые кризисы в Латинской Америке и в Азии преодолевались с помощью официальных кредиторов, предоставивших солидные финансовые средства. В обмен принимающие страны приняли на себя обязательства по проведению экономических преобразований либерального характера. Посткризисная перестройка приняла широкий размах и охватила весь финансовый сектор.

Термины и понятия

Формирующиеся (развивающиеся) рынки; иностранное участие в банковских активах; иностранный контроль над банковским сектором.

Вопросы и задания для самопроверки

1. Какие предпосылки необходимы для возникновения и развития финансовых рынков в развивающихся и постсоциалистических странах?
2. Объясните, почему формирующиеся финансовые рынки получили развитие в 1990-е гг. и какие факторы этому способствовали.
3. Что входит в понятие «внешнее рыночное финансирование»?
4. Используя данные таблиц 15.1 и 15.2, определите, какие способы внешнего финансирования получили наибольшее развитие в предкризисный период в отдельных регионах.
5. Объясните, почему нерезиденты охотно приобретали правительственные, а также корпоративные ценные бумаги в странах с формирующимися рынками.
6. Назовите способы получения международных банковских кредитов.
7. Как определяют уровень *и* гостранного участия и контроля в банковском секторе?
8. Почему валютно-финансовые кризисы возникли в наиболее продвинутых и благополучных странах развивающегося мира?
9. Каковы причины возникновения валютно-финансовых кризисов в Мексике и в Бразилии? Что помогло этим странам преодолеть кризис?
10. В чем заключаются особенности валютно-финансового кризиса в Азии?
11. Каковы основные направления экономических преобразований в азиатских посткризисных странах?
12. Какие преобразования проводятся в финансовом секторе стран с формирующимися рынками?
13. Какие преимущества дает торговля финансовыми продуктами в режиме он-лайн?

Литература

1. Аникин А. История финансовых потрясений. От Джона Ло до С. Кириенко, - М.: Олимп-Бизнес, 2000.
2. Борисоглебская А. А. Мировой финансовый кризис 1997-1998 гг.: причины и последствия // США-Канада: экономика, политика, идеология, 1998. — № 5-
3. Былиняк С. А. Формирующиеся финансовые рынки. — М.: Восточный университет, 2004.
4. Давыдов В. М., Боброеников А. В., Теперман В. А. Латинская Америка и современный валютно-финансовый кризис // Латинская Америка, 1999. — № 5-6.
5. Ершов М. В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире. Кризисный опыт конца 90-х. — М.: Экономика, 2000.
6. Международный финансовый кризис: новый этап глобального экономического развития? - М.: ИМЭМО РАН, 1999.
7. Мозиас П. М. «Азиатские драконы» в зоне турбулентности // Внешнеэкономический бюллетень, 2002. — № 2.
8. Навой А. В. Валютные кризисы: сущность, причины, последствия // Деньги и кредит, 2003. - № 2.
9. Романова З. Латинская Америка в глобальной системе мирохозяйственных связей // МЭ и МО, 2002. - № 4.

Раздел IV

РОССИЯ В СИСТЕМЕ МЕЖДУНАРОДНЫХ ФИНАНСОВ

При этом была отменена обязательная регистрация участников внешнеэкономической деятельности, сократился список лицензируемых и котируемых товаров. Уполномоченным банкам было разрешено открывать валютные счета всем предприятиям и физическим лицам. Была установлена обязательная продажа части валютной выручки, что стало основой формирования государственного валютного резерва. Были заложены принципы формирования курса рубля к иностранным валютам на основе рынка; запрещались расчеты между резидентами в **иностранной** валюте; вывоз капитала из страны устанавливался в лицензионном порядке.

Принцип свободного вывоза капитала был заложен в Законе «Об иностранных инвестициях» в 1991 г., но в конце 1992 г. начались ограничение и регулирование валютной сферы на основе Закона РФ «О валютном регулировании и валютном контроле» и инструкций Банка России. Был ограничен перечень текущих валютных операций, совершаемых без специального разрешения Банка России, введены ограничения для нерезидентов на ввоз/вывоз валюты. В августе 1996 г. портфельным инвесторам-нерезидентам было разрешено вывозить выручку. Однако иностранным компаниям и фондам, которые вкладывали средства в реальные активы, запрещалось оплачивать со счетов типа «ИИ» материалы и оборудование, которые закупались для объектов инвестирования.

Параллельно с процессом либерализации валютных операций складывалась система таможенно-банковского контроля во внешнеэкономической сфере. В 1993 г. был введен контроль над экспортом товаров, в 1995 г. — над импортными операциями; в 1996 г. был введен контроль над внешнеторговыми операциями по Указу Президента «О государственном регулировании внешнеторговых бартерных сделок». Политика Банка России в области либерализации движения иностранного капитала началась в 1996 г. с принятием программы сроком на 1,5 года об открытии доступа иностранных инвесторов на рынок государственных ценных бумаг (ГЦБ). Таким образом, обязательства России перед МВФ о введении свободы движения капиталов по текущим операциям были выполнены.

Одновременно и даже опережая создание нормативной базы, стремительно формировались сегменты финансового рынка России, и за 1992-1997 гг. российский финансовый рынок в основном был создан. Сформировался спотовый и срочный рынок на доллар, большое развитие получил рынок ГКО/ОФЗ, возник рынок корпоративных ценных бумаг, появились производные финансовые инструменты (деривативы). Фондовый рынок формировался практически без административных ограничений. В результате была сформирована довольно эффективная российская торговая система (РТС-1 и РТО2), но без адекватной инфраструктуры.

Расчетные, клиринговые, депозитарные институты, призванные обслуживать российских и иностранных инвесторов, не были созданы, поэтому иностранные инвесторы рассчитывались по сделкам купли-продажи российских акций в оффшорных центрах, что позволяло им снижать риски и расходы. В создании национальной системы расчетов и клиринга по ценным бумагам большинство иностранных инвесторов не были заинтересованы. Имея большую долю на российском фондовом рынке (около трети на рынке государственных облигаций и до 80 % на рынке корпоративных ценных бумаг), нерезиденты исходили из того, что форми-

рование эффективной современной инфраструктуры рынка возможно лишь с участием иностранных инвестиционных банков и фондов.

Становление финансового рынка России было стремительным. Либерализация финансовых рынков значительно опередила либерализацию всех других секторов экономики. В 1992-1998 гг. финансовый сектор по своему движению к рынку значительно опередил все народнохозяйственные отрасли и фактически оторвался от реальной экономики страны. Финансовый рынок был слаб и нестабилен, уязвим перед иностранным капиталом. Его банковский сегмент не стал двигателем развития промышленного капитала. Он развивался в основном на собственной основе, за счет совершенствования технологической инфраструктуры, а также организационных и нормативных преобразований.

Российский рынок капитала не выдержал кризисного давления международных финансовых рынков. Азиатский валютно-финансовый кризис 1997 г. вызвал массовый отток нерезидентов с формирующихся рынков, в том числе и из России. В октябре 1997 г. под воздействием азиатского кризиса неокрепший российский фондовый рынок рухнул, а в августе 1998 г. рухнула банковская система страны.

С 1999 г. начались восстановительный период и послекризисные преобразования российского финансового рынка. С подъемом российской экономики в 2000-2004 гг. и высокими доходами от экспорта нефти и других энергоносителей финансовый рынок в основном восстановился и продолжает формироваться. Для этого имеются определенные изначальные условия: создана исходная законодательная база, получили развитие основные финансовые инструменты, идет формирование системы специализированных профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов (инвестиционных и страховых компаний, негосударственных пенсионных фондов).

На конъюнктуру финансового рынка влияют позитивные макроэкономические тенденции, рост положительного сальдо внешней торговли, минимальный объем внутренних государственных заимствований, замедление инфляции, устойчивая динамика обменного курса рубля, снижение рыночных ставок. В результате сформировалась общая тенденция к снижению доходности инструментов денежного рынка (межбанковский кредит, ГКО, векселя).

Современный этап в развитии финансового рынка можно рассматривать как начало его качественного оздоровления. Этот этап знаменует возобновление приостановленных в период кризиса операций и наращивание объемных показателей. Он также характеризуется переходом к стабильному положению, адекватному состоянию экономики, переживающей оживление. Однако капиталы, обращающиеся на финансовом рынке России, пока не стали весомым источником инвестиций.

Это связано с тем, что финансовый рынок не имеет всеобъемлющей законодательной базы, его инфраструктура страдает раздробленностью и неполной совместимостью стандартов проведения операций с различными инструментами. Круг надежных эмитентов и заемщиков на фондовом рынке слишком узок, и он отличается низким уровнем капитализации. Российский рынок капитала представляет собой скорее замкнутую сферу финансовых операций его участников, чем механизм перераспределения капиталов.

2002-2003 гг. были достаточно благоприятными для российского финансового рынка. Отличительными чертами этого периода стали восстановление доверия между участниками рынка, оптимизация структуры секторов рынка, нормализация межсекторного перетока ресурсов, рост объемных показателей. Качественно изменился уровень устойчивости финансового состояния, финансовых рисков и доверия у основных рыночных контрагентов. Наблюдалось снижение волатильности ценовых показателей, рост котировок основных инструментов, шел процесс оптимизации структуры финансового рынка по инструментам и секторам. Развитие финансового рынка стало опираться на положительную динамику реального сектора российской экономики.

Объем и доля иностранного капитала в российском финансовом секторе снизились на порядок по сравнению с докризисным периодом, в 2002 г. на рынке ГКО/ОФЗ они составили 7,01 %, Несколько ослабла зависимость российского финансового рынка от мировой конъюнктуры. Обвалы финансовых рынков в Турции и Аргентине, долговой кризис в Бразилии практически не оказали заметного влияния на Россию, Динамика российских фондовых индексов менее следовала за динамикой фондового рынка США, чем это было ранее. Каналом влияния мировой конъюнктуры на российский финансовый рынок служит рынок долговых обязательств, деноминированных в иностранной валюте. Изменение котировок российских еврооблигаций и иных валютных ценных бумаг воздействует на рыночную стратегию российских эмитентов, работающих на внешнем и на внутреннем рынках ценных бумаг.

Положительные тенденции на российском финансовом рынке подкреплены повышением международного кредитного рейтинга России, который обеспечивает предпосылки возвращения российских эмитентов на международный финансовый рынок. За 2001-2002 гг. агентство S&P семь раз повышало кредитный рейтинг России, что отражало позитивные моменты в фискальной политике, в увеличении инвалютных резервов, в наличии финансового резерва. В октябре 2003 г. агентство Moody's присвоило России низший инвестиционный рейтинг (*Baa3*), что создает условия для снижения стоимости международных заимствований и расширения круга инвесторов.

17.1.2. Макроэкономическая эффективность российского финансового рынка

Финансовый рынок России включает внутренний рынок, который формируется и используется резидентами, и внешний рынок, обеспечивающий отношения резидентов с остальным миром, включая операции на международных финансовых рынках. Финансовый рынок призван аккумулировать имеющиеся в стране сбережения, обеспечив вкладчикам сохранность их средств и получение дохода; привлекать финансовые ресурсы иностранных кредиторов/инвесторов; обеспечивать приток капитала в реальную экономику, существенно повысив норму накопления, темпы экономического роста и уровень жизни населения.

Российский финансовый рынок пока не выполняет функции трансформации сбережений в инвестиции и перераспределения капитала между секторами и отраслями, о чем свидетельствует высокая норма чистого кредитования из-за превышения валовых сбережений над валовыми накоплениями. Он не соответствует

критериям эффективности, что обусловлено слабостью его сегментов и государственного регулирования. Структура и объем российского финансового рынка в 2002-2003 гг. показаны в табл. 17.1.

Таблица 17.1
Объем российского финансового рынка в 2002-2003 гг., млрд долл.¹

Инструменты финансового рынка	1 января 2002 г.	1 января 2003 г.	20 октября 2003 г.
Всего	185,5	240,5	369,6
ГКО/ОФЗ	5,3	6,8	9,8
Государственные еврооблигации	35,3	36,9	37,2
ОВГВЗ и ОФЗ	10,0	9,3	9,0
Банковские кредиты	49,3	64,8	86,0
Внутренние корпоративные облигации	2,2	3,4	5,2
Корпоративные еврооблигации	1,7	4,6	9,4
Акции	81,4	114,7	213,0

В посткризисный период российский финансовый рынок обрел новое дыхание. Он быстро расширяется, и за 1999-2001 гг., по экспертным оценкам, дневной оборот финансового рынка увеличился 2,5 раза и составил 7,7 млрд долл., в том числе валютного рынка — в 7,2 раза до 3,6 млрд долл. За короткий срок (1 января 2002 г. — 20 октября 2003 г.) объем рынка удвоился; особенно высокий рост наблюдался на рынке корпоративных ценных бумаг — в 2,7 раза. На российском финансовом рынке сконцентрировалась масса финансовых средств, превышающая объем инвестиционных ресурсов, привлеченных финансовыми организациями, в состав которых входят средства юридических лиц, вклады физических лиц в банках, обращающиеся долговые обязательства банков (табл. 17.2). В 2002 г. разрыв составил 3,6 : 1; в октябре 2003 г. — 3,8 : 1.

Это значит, что привлечение инвестиционных ресурсов в реальную экономику с российского финансового рынка не растет, а снижается (с 27,7 до 26,2 %), что большая часть аккумулированных финансовым рынком средств не способствует экономическому развитию страны. Повышению макроэкономической эффективности российского финансового рынка препятствуют высокая инфляция, отсутствие реального стимулирования развития малого и среднего бизнеса, неэффективность корпоративного управления, высокий уровень олигополизации/монополизации экономики, административные барьеры, слабость государственного регулирования финансового рынка, которое зачастую служит не интересам инвесторов, а формированию благоприятных условий для профессиональных участников рынка.

¹ Источник: МЭ и МО, 2004 - № 3. - С. 3.

Низкая привлекательность российского финансового рынка для предпринимателей и инвесторов/вкладчиков, использующих его возможности, обусловлена, как считают некоторые отечественные эксперты, высокими транзакционными издержками, среди которых следует отметить:

- * высокий уровень комиссионных ставок по банковским кредитам при низкой и даже отрицательной реальной процентной ставке;
- завышенная стоимость услуг инфраструктуры финансового рынка;
- издержки, связанные с рисками неэффективного функционирования платежной системы;
- издержки, связанные с рисками нарушения прав инвесторов, воздействия кризисных явлений и т. п.;
- » высокие издержки, сопровождающие межотраслевой перелив капитала;
- * большие издержки в связи с эмиссией ценных бумаг;
- издержки, связанные с рисками манипулирования и использования инсайдерской информации;
- издержки, связанные с рисками недостаточной прозрачности финансового рынка.

Таблица 17.2

Объем инвестиционных ресурсов, привлеченных российскими финансовыми организациями в 2002-2003 гг., млрд долл.¹

Средства, привлеченные банками	1 января 2002 г.	1 января 2003 г.	20 октября 2003 г.
Всего	51,3	70,2	97,0
В том числе:			
Вклады физических лиц	22,9	32,9	46,8
Пенсионные резервы	1,1	1,6	2,2
Страховые резервы	4,2	6,3	8,5
Средства инвестиционных фондов	0,4	0,5	2,1

Российский финансовый рынок отличается крайней нестабильностью из-за разрыва между объемом ресурсов, привлекаемых российскими финансовыми институтами, и объемом финансовых активов экономики; из-за противоречия между краткосрочностью ресурсов, предоставляемых финансовыми посредниками, и долгосрочными потребностями финансирования экономического роста, которое не может быть преодолено из-за неразвитости рынка деривативов, обеспечивающего хеджирование процентных рисков. Важными факторами нестабильности является высокая зависимость финансового рынка России от внешних источников и неравномерность развития отдельных сегментов рынка.

¹ Источник: МЭ и МО, 2004. - № 3. - С. 4.

17.2. Валютный рынок

17.2.1. Валютный курс и валютная политика

Валютная политика России формируется с конца 1989 г. — начала 1990 г. Именно тогда начали проводить валютные аукционы и были заложены принципы, на базе которых в дальнейшем развивался российский валютный рынок. На первоначальном этапе при формировании валютного курса за основу были положены курсовые и ценовые соотношения по очень узкой корзине товаров потребительского импорта. Этот курс стали использовать не только для внешнеторговых, но и для капитальных операций, прежде всего при продаже промышленных активов. Завышение курса рубля проявилось в снижении эффективности внешнеторговых сделок, в увеличении импорта потребительских товаров и услуг.

С июля 1992 г. единый официальный курс рубля к доллару стал устанавливаться на основе межбанковских торгов на ММВБ. В условиях ухудшения экономического и валютно-финансового положения России курс рубля стал падать, а ЦБ РФ стал менять свою курсовую политику. В начале июля 1995 г. был введен «валютный коридор»^{*}, т. е. были установлены пределы колебаний курса рубля к доллару, которые пересматривались в последующие годы в сторону снижения рубля к доллару. С 17 мая 1996 г. прекратилось установление официального курса рубля в форме привязки к курсу фиксинговых торгов на ММВБ. При ежедневном установлении официального курса рубля Банк России стал учитывать курс межбанковского валютного рынка и биржевой курс.

Валютно-финансовый азиатский кризис 1997 г. нанес сильный удар по валютному рынку России. Кризис подорвал доверие к странам с формирующимися рынками и вызвал массовый отток иностранного капитала, в том числе и из России. В связи с этим у российских коммерческих банков резко возрос спрос на иностранную валюту. Стремясь ограничить давление на валютный рынок, ЦБ РФ в ноябре 1997 г. повысил ставку рефинансирования, нормы резервирования по обязательствам в инвалюте и ставки по ломбардным кредитам. В связи с тем что основная масса средств валютно-финансовой системы России обращалась на валютном рынке и на рынке ценных бумаг, ситуация на валютном рынке во многом зависела от уровня доходности на рынке ценных бумаг.

Ухудшение ситуации на валютном рынке привело к тому, что валютно-финансовые органы страны не могли одновременно обеспечивать устойчивость курса рубля, сохранять валютные резервы и при этом поддерживать относительно низкий уровень доходности на государственным ценным бумагам. Основное внимание уделялось стабильности курса рубля, и принятые валютно-финансовые меры несколько успокоили ситуацию на валютном рынке. В ноябре 1997 г. было объявлено о переходе к среднесрочным ориентирам изменений курса рубля. На 1998-2000 гг. был установлен центральный курс рубля (6,2 руб./1 долл. США), который мог отклоняться в пределах плюс-минус 15 %.

17 августа 1998 г. было объявлено о переходе к политике плавающего валютного курса в пределах 6,0-9,5 руб./1 долл. Для сглаживания резких колебаний курса рубля ЦБ должен был проводить интервенции и использовать процентную политику. Торги по ГКО/ОФЗ были приостановлены, и предусматривалось их переоформление в новые ценные бумаги. Были введены временные ограничения

для резидентов на осуществление операций капитального характера. На 90 дней объявлялся мораторий на проведение выплат:

- по возврату финансовых кредитов, полученных от нерезидентов;
- страховых платежей по кредитам, обеспеченным залогом ценных бумаг;
- по срочным валютным контрактам.

Кроме того, нерезидентам запрещалось инвестировать средства в рублевые активы со сроком погашения до 1 года. 21 августа в размере 15 % был установлен предел отклонения курса покупки наличной инвалюты и платежных документов в инвалюте от курса их продажи. За период с января по 17 августа 1998 г. ЦБ продал на внутреннем валютном рынке почти 13 млрд долл., а 26 августа прекратил валютные интервенции, продав предварительно коммерческим банкам 1,8 млрд долл. и снизив норму обязательного резервирования. В начале сентября ЦБ заявил об отказе поддерживать курс рубля к доллару. Всего за 1998 г. курс рубля к доллару снизился на 245,5 %.

С середины 1999 г. введен регулируемый плавающий валютный курс рубля, который определяется на базе рыночных механизмов, а интервенции ЦБ производятся с учетом макроэкономической политики и только для сглаживания резких колебаний валютного курса. На курс рубля влияют приток/отток капитала, состояние внешнеторгового баланса, объем официальных инвалютных резервов, а также платежи по обслуживанию внешнего долга.

В России сложилось своеобразное валютное регулирование. Рублевые ресурсы прирастают в результате валютных поступлений, которые по существу регулируются доходами от экспорта. До недавнего времени рубль был прочно завязан на доллар; курс рубля к другим основным валютам устанавливается через кросс-курс с долларом. Курс рубль/иена, рубль/евро зависит от курса доллара к этим валютам. Падение курса доллара к евро приводит к одновременному падению рубля к евро, хотя никаких экономических причин для снижения курса рубля к евро может и не быть.

На соотношение рубль/доллар не влияют факторы, которые обычно определяют соотношение валют, и прежде всего различия в процентных ставках между рублем и долларом, соотношение цен, экономические ожидания. В условиях снижения деловой активности в США и, наоборот, продолжающегося экономического роста в России в 2001 г. курс доллара по отношению к рублю продолжал расти, а в 2002-2004 гг. он снижался из-за снижения курса доллара к евро,

Номинальный курс рубля к доллару в расчете с декабря 2001 г. по декабрь 2002 г. снизился на 5,5 %, однако реальный эффективный курс рубля по отношению ко всей корзине валют в связи с обесценением доллара по отношению к другим валютам, прежде всего к евро, снизился на 2,3 %. В 2003 г. укрепление реального эффективного курса рубля составило более 5 %. Быстрый рост золотовалютных резервов из-за высоких мировых цен на нефть неизбежно ведет к увеличению денежной массы и к инфляции. В 2002 г. инфляция составила 15,1 %, в 2003 г. — 12 %,

Считается, что заниженный курс национальной валюты увеличивает экспорт, приток валютной выручки и снижает импорт. В российских условиях этот механизм не работает в полной мере из-за преобладания сырья, прежде всего нефти и газа, в структуре экспорта. Возможности увеличения физического объема экс-

порта этих товаров ограничены низкой эластичностью цен на сырье, пропускными способностями российских портов и трубопроводов, а иногда и договоренностями с ОПЕК. Что касается экспорта российских готовых изделий, то расширение его тоже слабо связано с валютным курсом, а до недавнего времени часто сталкивалось с жесткими антидемпинговыми ограничениями в принимающих странах, особенно в США и Западной Европе.

Расширение российского экспорта, как правило, связано не с повышением ценовой конкуренции российской продукции, а с экономическим ростом в других странах. Заниженный курс рубля приводит к росту рублевых доходов экспортеров после продажи валютной выручки. При этом акции российских предприятий дешевле для нерезидентов, эффективность привлечения экспортерами валютных ресурсов под залог акций снижается; увеличиваются платежи в валютном эквиваленте по внешним заимствованиям.

Таким образом, комплексный анализ влияния снижения валютного курса рубля убеждает в правильности того положения, что никакая страна не добивалась экономических успехов через постоянное ослабление своей национальной валюты. Низкий нестабильный валютный курс рубля препятствует полноценному участию страны в мировых процессах, основу которых составляет не столько торговый, сколько инвестиционный компонент. Стабильный рубль — это важный инструмент для привлечения инвестиций и их вывоза за рубеж. В 2003-2004 гг. курс рубля к доллару из-за высоких доходов от продажи нефти и снижения доллара к евро начал расти и в ноябре 2004 г. составил менее 29 руб.

В России действовало положение об обязательной продаже части валютной выручки исключительно на биржевом рынке (ММВБ). После финансового кризиса ЦБ обязал продавать валютную выручку клиентов-экспортеров на Единой торговой сессии (ЕТС) или напрямую ЦБ. В июне 2004 г. вступил в силу Федеральный закон от 10 декабря 2003 г. «О валютном регулировании и контроле», в соответствии с которым резиденты могут осуществлять обязательную продажу части валютной выручки (до 30 %) уполномоченным банкам и/или на валютных биржах через уполномоченные банки, а также непосредственно Банку России.

Многие авторитетные российские экономисты выступают за 100 %-ную продажу валютной выручки, которую они считают реальной либерализацией для всех, а не для избранных корпораций. Мировая практика дает положительные примеры 100 %-ной продажи валюты. Долгое время использовали 100 %-ную продажу экспортной выручки западноевропейские страны. Они начали отказываться от обязательной продажи, а затем и от обязательной репатриации, когда основной валютой расчетов по экспортным контрактам в этих странах стали национальные валюты. Одна и та же денежная единица по расчетам за экспорт и по внутренним продажам снижала транзакционные издержки, способствовала повышению качества реализуемой на внутреннем рынке продукции до мирового уровня.

Продажу всей экспортной выручки ввели в начале 1990-х гг. бывшие социалистические страны Центральной и Восточной Европы. В преддверии вступления в Европейский союз они ее отменили, имея более благоприятную макроэкономическую ситуацию, чем Россия, и более диверсифицированный экспорт, как по товарам, так и по экспортерам. Отмена обязательной продажи валютной выручки, по мнению некоторых отечественных экспертов, обязательно приведет к дальней-

шсму падению курса рубля по отношению к паритету покупательной способности (ППС). Для России, как и для всех стран догоняющего типа развития, характерна недооценка рублевых активов, что делает доллар крайне привлекательным и является мощной питательной средой для долларизации российской экономики.

ППС рубля по товарам, обращающимся во внешней торговле, в 1996 г. составлял 80 % текущего курса рубля, в декабре 2000 г. — 40 %. В 2001 г. недооценка рубля к доллару, по некоторым подсчетам, составила по структуре экспорта 30–40 %, по структуре ВВП — около 300 %, по некоторым видам капитальных операций, особенно по акциям, недооценка значительно выше. Фактически существующие низкие цены на российские акции во много раз перекрывают все риски, связанные с экономическими и социальными проблемами России.

17.2.2. Валютные биржи и валютные сделки

Валютный рынок является исходной институциональной основой валютной системы России и занимает лидирующие позиции в структуре национального финансового рынка. В 1995 г. (докризисный максимум) дневной объем операций этого рынка составил около 400 млрд долл., в 2001 — 3,6 трлн долл. Он включает в себя наличный и безналичный валютный оборот с преобладанием последнего. Купля-продажа инвалюты осуществляется непосредственно между уполномоченными банками (на межбанковском валютном рынке) и через валютные биржи (на биржевом рынке).

Валютные сделки начали проводиться при посредничестве валютных бирж по счетам, в которых отражались все валютные отношения между банками. Они выступили гарантами межбанковских расчетов, а участниками рынка стали уполномоченные коммерческие банки. Сделки с крупными пакетами валют на биржевом рынке проводились регулярно, и этот рынок стал формировать основной валютный курс, на который ориентировались все другие участники валютного рынка.

В России функционируют 8 зарегистрированных валютных бирж, которые сами определяют основные направления своей деятельности. Почти все операции с иностранными валютами, а также почти весь оборот биржевых торгов по государственным и корпоративным ценным бумагам и деривативам сконцентрирован на Московской межбанковской валютной бирже (ММВБ), Санкт-Петербургской валютной бирже (СПВБ), Российской торговой системе (РТС), Фондовой бирже «Санкт-Петербург», которые обладают достаточно современной технологической базой. Сопутствующая инфраструктура раздроблена и включает в себя около десяти клиринговых организаций, несколько десятков регистраторов и несколько сотен депозитариев.

ММВБ занимает лидирующие позиции в системе российских валютных бирж, на ней проводятся торги по всем ведущим валютам, в том числе с января 1999 г. — по евро. Крупнейшим акционером ММВБ является ЦБ РФ, которому принадлежит более 28 % акций. На этой бирже сконцентрированы и операции с ограниченно конвертируемыми валютами стран СНГ. На ММВБ действует система электронных валютных торгов. С 1993 г. на этой бирже проводятся аукционы и торги по государственным краткосрочным облигациям (ГКО), с июня 1995 г. — по облигациям федерального займа (ОФЗ) и по облигациям внутреннего валютного займа (ОВВЗ), с февраля 1996 г. — по корпоративным облигациям.

На 1 января 2002 г. общее количество участников торгов на ММВБ составило 1472 организаций, торговый оборот в 2001 г. — 3,1 трлн руб. К торговой системе ММВБ подключены региональные биржи; число региональных участников торгов на ММВБ на 1 января 2002 г. составило 258 организаций. Курс национальной валюты определяется по результатам биржевых торгов на ММВБ. На основе ММВБ действует национальная система торгов на всех основных сегментах финансового рынка: валютном, фондовом и срочном. При ММВБ действует национальный депозитарный центр. На основе торгово-депозитарного комплекса ММВБ функционирует система межрегиональных биржевых торгов по государственным ценным бумагам. ММВБ выступает в качестве депозитария и торговой площадки по продаже залоговых облигаций по ломбардным кредитам.

С 1994 г. функционирует электронная торгово-депозитарная система. С июня 1997 г. конверсионные операции доллар/рубль стали осуществляться в системе электронных лотовых торгов (СЭЛТ) ММВБ. Банки в СЭЛТ указывают курс покупки/продажи и объем сделки, которую они готовы заключить, и система электронных лотовых торгов стала выступать в качестве основной курсообразующей площадки. В 2000 г. в правила проведения торгов инвалютами на ММВБ были внесены изменения в отношении внедрения автоматизированной системы поиска контрагентов по внесистемным сделкам в СЭЛТ. Ведущими маркет-мейкерами выступают Внешторгбанк РФ, ММБ, Альфа-банк, Автобанк и некоторые другие. В 1999 г. около 60 российских кредитно-финансовых институтов создали Национальную валютную ассоциацию (НВА) с целью развития валютного рынка и защиты интересов его участников.

17.2.3. Биржевой и межбанковский валютный рынок

Развитие межбанковского (внебиржевого) валютного рынка связано с развитием и становлением банковской системы, формированием системообразующих банков, повышением степени доверия между банками. Фактически он начал действовать с 1993 г. На нем заключаются сделки между самими банками и их клиентурой, при этом риски по проводимым операциям принимают на себя банки. Межбанковский валютный рынок динамичен, характеризуется оперативностью в расчетах, относительной дешевизной осуществления операций, но при более высоком риске для контрагентов. Он аккумулирует крупные объемы валютного спроса/предложения и является источником валюты для бирж.

На этом рынке проводятся операции с валютами, которые не котируются на валютных биржах, заключаются опционные и фьючерсные сделки, осуществляются операции, сочетающие безналичный и наличный обороты. Развитие межбанковского валютного рынка формирует конкурентную среду, обостряя конкуренцию с валютными биржами. Значительная часть оборота биржевого рынка формируется за счет операций по обязательной продаже части экспортной валютной выручки, а также операций Банка РФ с целью недопущения резких курсовых колебаний рубля и пополнения инвалютных резервов.

Развитие прямых межбанковских конверсионных операций стимулируется возможностью минимизации расходов участников валютного рынка благодаря отсутствию необходимости уплаты комиссионного вознаграждения бирже. На внебиржевом валютном рынке преобладают крупные операторы, предпочита-

ющие взаимные прямые конверсионные сделки. Здесь осуществляются сделки не только рубль/доллар, но и доллар/евро, доллар/фунт стерлингов, доллар/иена. В 2000-2001 гг. среднемесячный оборот внебиржевого сегмента валютного рынка значительно превысил биржевой оборот.

17.2.4. Срочные валютные сделки

Развитие российского рынка срочных контрактов тормозится многими факторами, в том числе и отсутствием законодательной базы. В России нет специального законодательства, регулирующего рынок срочных контрактов; отсутствуют специальные нормативные акты о бухгалтерском учете и налогообложении срочных операций. Нет и специального государственного органа, который может оперативно решать вопросы срочной торговли; частично этими вопросами занимаются Комиссия по товарным биржам (КТБ) и Федеральная комиссия по ценным бумагам (ФКЦБ).

Рынок производных финансовых инструментов в России сразу стал формироваться как спекулятивный биржевой рынок валютных фьючерсов в 1992 г., когда МТБ стала проводить торги на поставку долларов США. В 1994 г. фьючерсную торговлю преимущественно на доллар США вели 13 бирж. Кризис межбанковского рынка в августе 1995 г. изменил структуру оборота фьючерсного рынка. К середине 1996 г. основная торговля велась на МЦФБ (40-50 %) и на МФФБ - около 30 %, доля МТБ снизилась до 5-10 %. С июня 1996 г. фьючерсные торги начались на ММВБ, и в короткие сроки эта биржа вышла в лидеры. Кризис 1998 г. парализовал срочный рынок. И спустя 4-5 лет после кризиса срочный сегмент валютного рынка остается слабым звеном, где восстановительные процессы идут медленнее, чем на внебиржевом рынке спот.

Определенная активность наблюдается на срочном внебиржевом рынке. По большинству операций дата валютирования отстояла от даты заключения сделки на 7 дней, что не позволяет использовать срочные операции для долгосрочного хеджирования валютного риска. Анализ развития форвардного сегмента валютного рынка свидетельствует о его неустойчивости. С марта 2001 г. на ММВБ начались торги по валютному свопу, представляющему собой комбинацию двух встречных сделок по покупке и продаже долларов за рубли по фиксированному в момент заключения сделки курсу с датами расчетов, отличающимися на 1 день. По сути, эти операции являются однодневными межбанковскими кредитами, в которых в качестве залога выступает иностранная валюта. В секции срочного рынка ММВБ проходят ежедневные торги по фьючерсам на доллар США и евро. В 2001 г. оборот стандартных контрактов на ММВБ составил более 160 млн долл.

На российском рынке срочные операции еще слабо используются для долгосрочного хеджирования валютного риска. Они все еще остаются преимущественно спекулятивным инструментом. Такому положению способствует ряд причин. Во-первых, это нерешенность правовых аспектов проведения срочных сделок, в частности беспоставочных форвардных контрактов; во-вторых, сокращение присутствия нерезидентов на российском финансовом рынке, которые используют срочный рынок для страхования валютных рисков при вложениях в рублевые инструменты.

17.3. Банковский сектор России

17.3.1. Этапы развития банковской системы

Современная российская банковская система начала складываться в 1988 г., и за 2-3 года она в основном сформировалась. В 1995 г. в стране насчитывалось 2824 кредитные организации, в 2001 г. — 1300. Не все кредитные организации России можно отнести к собственно банкам, поскольку вместо депозитно-кредитных операций они все еще отдают предпочтение спекулятивным сделкам на валютном рынке и на рынке ценных бумаг. Банковские кредиты нефинансовым предприятиям и населению ранее не превышали 10 % ВВП, и только в начале 2004 г. они достигли 19 % ВВП, а их активы - 40 % ВВП (2003 г.).

В недолгой истории становления российской банковской системы можно выделить несколько этапов. На первом этапе (1990-1995 гг.) либерализация внешне-экономической деятельности России потребовала создания расчетно-платежного банковского механизма с зарубежными партнерами. В начале 1990-х гг. уполномоченные ЦБ коммерческие банки приступили к установлению корреспондентских отношений с зарубежными банками, подключились к глобальным информационным сетям *SWIFT*, *REUTERS*, *SPRINT* и различным кабельным и телефонным линиям цифровой связи.

Российские банки вошли в качестве принципиальных членов в платежные системы *VISA International*, *EuroCard/Mastercard*, *Europay*, *American Express*. Они установили агентские отношения с западными компаниями по продаже и обслуживанию дорожных чеков. Подключение к информационно-аналитическим системам *Reuters Dealing*, *Dow Jones Telerate* и *Bloomberg* открыло доступ ведущим российским банкам к международному валютному рынку. Далее осуществлялось маркетинговое продвижение имени и информации о российских банках. В 1991 г. банки приступили к рейтингованию в специализированном рейтинговом агентстве для Восточной Европы *EREE*. В первой половине 1990-х гг. начала интенсивно создаваться сеть представительств и филиалов российских банков за рубежом, в основном в оффшорах.

На втором этапе (1996-1997 гг.) российская банковская система окрепла. В ней выделились 20-30 системообразующих банков, через которые проходили основные расчеты по внешнеэкономической деятельности. Ведущие банки имели до 200 ностро-счетов в иностранных банках-корреспондентах, 10-15 кредитных линий по торговому финансированию. Системообразующие банки концентрировали ²/₃ депозитов, корпоративных счетов, активов, кредитного портфеля. Однако сточки зрения стандартов Банка международных расчетов российские банки были слабы и имели неудовлетворительный менеджмент.

В 1996 г. МБРР и ЕБРР приняли Программу развития финансовых институтов, для реализации которой были отобраны по конкурсу 20 российских кредитных организаций и каждой был определен банк-близнец. Банки-близнецы должны были в течение 3 лет помочь принять стратегию, усовершенствовать организационную структуру, освоить современные банковские технологии, передать опыт управления активами/пассивами, рисками, персоналом, инвестиционным и кредитными портфелями, научить минимизировать издержки и максимизировать процентные доходы, оптимизировать филиальную сеть.

Одновременно были открыты кредитные линии по малому бизнесу, проекту поддержки предприятий, по жилищному проекту, а также на общие цели финансирования на условиях процентных ставок 8,79-9,38 %. В ходе второго этапа ведущие банки вышли на международный рынок валюты. Как первичные дилеры они смогли заключать посреднические форвардные контракты с банками-нерезидентами на российском валютном и фондовом рынках.

В 1996 г. первая группа российских банков (Мосбизнесбанк, Инкомбанк и др.) заключили синдицированные кредитные соглашения на минимально допустимые суммы — 20-25 млн долл. В 1997 г. первая группа банков выходит на рынок международных долговых ценных бумаг, получив листинг проспектов эмиссии еврооблигаций на Лондонской и Люксембургской фондовых биржах. Федеральная комиссия по ценным бумагам США регистрирует выпуск АДР первых российских эмитентов на американском финансовом рынке. В 1996-1998 гг. 33 российских банка успешно дебютировали на международном рынке капиталов, осуществив 49 синдицированных заимствований, 16 эмиссий еврооблигаций и АДР.

За короткий исторический период в России сложилась двухуровневая банковская система, были освоены и предложены рынку принципиально новые банковские технологии, продукты и услуги. По итогам 1997 г. 12 российских банков были включены журналом *The Banker* в группу 1000 крупнейших банков мира, 17 банков — в 500 крупнейших банков Европы.

Третий этап (1998-1999 гг.) характеризуется кризисом банковской системы, прежде всего системообразующих банков. Кризис 1998 г. привел к падению стоимости, а затем и к замораживанию активов. В этих условиях перестал действовать основной механизм перераспределения ликвидности — вторичный рынок государственных ценных бумаг (ГЦБ). Затруднения банков по выполнению своих обязательств привели к массовому изъятию банковских вкладов и резкому спросу на иностранную валюту.

Расширение валютного коридора привело к девальвации рубля, ухудшению финансового положения банков с солидным портфелем государственных и корпоративных ценных бумаг, со значительной долей кредитов и депозитов в иностранной валюте. В результате дефолта банки получили 21,7 % замороженных активов в ГЦБ. Валютные обязательства и требования банков увеличились пропорционально росту курса доллара в рублях, в том числе 40,8 % кредитных вложений банков в кратко- и долгосрочных ссудах, 74,8 % депозитов предприятий, организаций и банков, в основном нерезидентов. Кредитная задолженность российских банков перед иностранными банками и финансовыми компаниями равнялась 29,2 млрд долл.

Одним из проявлений кризиса 1998 г. было разрушение фундамента банковской системы — 30 системообразующих банков с почти 70 %-ной долей в активах российских банков. В ходе кризиса банки потеряли ликвидность и фактически находились в состоянии дефолта. Размер внешней задолженности по итогам первого полугодия 1998 г. в среднем составлял 10-20 % от активов и 30-60 % от собственных средств; а в конце 1998 г. задолженность (соответственно падению курса рубля) возросла в 3-4 раза.

Четвертый этап (с 1999 г.) охватывает реформирование банковского сектора на основе принятия и осуществления мер по его реструктуризации. В последние

годы были преодолены коллапс платежной системы и системный банковский кризис. Были созданы законодательные и организационные основы реструктуризации кредитных организаций. Осуществленные меры в области реструктуризации банковского сектора создали необходимые условия для роста капитала, активов и привлеченных средств банков, укрепления финансового положения кредитных организаций. В результате проведенных мероприятий было положено начало формированию рыночно-ориентированного банковского сектора.

С середины 1999 г. наметился рост капиталов иностранных банков, затем российских банков, которые приходили в основном из оффшоров. Динамика основных параметров, характеризующих банковский сектор за 2000 г., свидетельствовала о закреплении и развитии тенденции к восстановлению банковской деятельности. Улучшились структура и качество активов кредитных организаций, что нашло отражение в росте кредитов реальному сектору экономики, уменьшении просроченной задолженности, повышении качества кредитного портфеля. Удельный вес финансово устойчивых банков в общем количестве и в активах действующих кредитных организаций составил почти 90 %.

Вместе с тем российский банковский сектор остается малоэффективным, значительная доля его капитала сформирована государством. Активы российского банковского сектора в 2001 г. не превысили 35 % ВВП; совокупный капитал действующих банков в реальном исчислении составил около 90 % от предкризисного уровня. Доля вкладов населения в совокупных пассивах банковского сектора не превысила 20 %\ в реальном исчислении вклады населения составили в 2001 г. около 77 % от предкризисного уровня. К 2002 г. банковский сектор восстановился и развивался в достаточно благоприятной макроэкономической среде.

Удельный вес кредитов реальному сектору экономики в активах действующих кредитных организаций достиг почти 40 %. В реальном исчислении активы банковского сектора в 2002 г. составили 38,2 % ВВП, рентабельность активов, т.е. отношение прибыль/активы, составила 2,6 %. В 2002 г. масштабы операций межбанковского кредитования в рублях значительно выросли, что привело к укреплению их роли в качестве основного инструмента управления рублевой ликвидностью банка. Стабилизирующее воздействие на конъюнктуру рынка межбанковских кредитов оказывает депозитная политика Банка России: межбанковские ставки превышали установленные ставки по депозитам, что привело к снижению объемов привлекаемых ЦБ РФ средств коммерческих банков в течение последних 1,5-2 лет.

Природа межбанковского кредитования предполагает максимальную подвижность рыночных параметров, так как любые краткосрочные колебания в состоянии банковской ликвидности немедленно приводят к изменению конъюнктуры рынка межбанковского кредитования. В условиях снижения оборотов рынка государственных ценных бумаг всплески ставок межбанковских кредитов зачастую были связаны с краткосрочными периодами высокого спроса на иностранную валюту.

Основная масса межбанковских кредитов в иностранной валюте размещается в банках-нерезидентах. Ставки по этим кредитам определяются прежде всего конъюнктурой зарубежных финансовых рынков. В 2001-2002 гг. в сегменте валютных межбанковских кредитов наблюдался устойчивый понижательный тренд

ставок при весьма низкой их волатильности (изменчивости). В результате доля межбанковских кредитов в иностранной валюте в общем портфеле размещенных российскими банками межбанковских кредитов снизилась. Потребности экономики в банковском секторе удовлетворяются слабо. Более того, российские коммерческие банки не выполняют свою основную системную функцию — управление кредитными рисками.

Капитализация коммерческих банков находится на крайне низком уровне — 2,95 %, без Сбербанка — 0,17 % ВВП; причем, по мнению независимых экспертов, 20-60 % банковского капитала приходится на фиктивные активы. В таких условиях российские банки неспособны в соответствии с Базельским соглашением по достаточности капитала обеспечивать кредитные риски, рыночные риски, которые состоят из процентных рисков по вложениям в процентные ценные бумаги, рисков вложений в долевые инструменты, валютных рисков. Требования к достаточности собственного капитала банков должны учитывать и операционные риски, возникающие в ходе их деятельности.

17.3.2. Участие иностранного капитала в российских банках

Участие иностранного капитала в российском банковском бизнесе осуществляется тремя способами: (1) расширением присутствия иностранного капитала в местных банках; (2) посредством предоставления трансграничных банковских услуг российской экономике; (3) посредством выхода российских банков на международный кредитный рынок. Приток иностранного капитала с солидной репутацией рассматривается в России в качестве важного фактора развития национального банковского сектора. Иностранный капитал привносит на российский рынок современные банковские технологии, новые финансовые продукты, культуру банковского корпоративного управления. Он способствует развитию конкуренции в банковском деле и выступает фактором его совершенствования.

Участие иностранного капитала в банковской сфере и в экономике характеризуется различными показателями: количеством акционеров-нерезидентов, долей иностранного капитала в уставном капитале банка, удельным весом иностранных банков в кредитовании национальной экономики, уровнем контроля банковской системы банками с участием капитала нерезидентов и др.

Количество зарегистрированных и действующих иностранных банков в России пока слишком мало по сравнению с другими странами с развивающейся и переходной экономикой. На 1 октября 2001 г. было зарегистрировано 175 кредитных организаций с участием акционеров-нерезидентов, из которых действовали 129, что составило 10 % от их общего числа в России. Из них 23 кредитные организации имели 100 %-ную долю участия нерезидентов; еще 9 организаций имели долю участия нерезидентов свыше 20 %; 31 организация были с долей участия нерезидентов до 20 %.

За 1999-2001 гг. сумма зарегистрированных долей (акций) нерезидентов в уставных капиталах действующих кредитных организаций увеличилась в 3,8 раза и составила 12,8 млрд руб. Величина иностранного участия в совокупном уставном капитале составила 5,3 %, при этом доля нерезидентов в совокупной балансовой прибыли была в 2 раза выше. Портфельные иностранные вложения в капитал

российских банков не получили развития в отличие от других стран с переходной экономикой. В России из-за слабости корпоративного управления и несовершенства судебной практики портфельный инвестор практически незащищен. Иностранные банкиры предпочитают полностью контролировать свои дочерние российские учреждения.

В странах Центральной и Восточной Европы иностранные банки нередко приобретают лишь миноритарное участие в местных банках. И это им придает новое качество: местный банк становится стратегическим партнером иностранного банка и адаптирует свою политику к западным требованиям. В России этого не происходит. Нерезидент оказывает влияние на российский банковский бизнес лишь в том случае, если он контролирует банк. Поэтому реальным показателем участия иностранного капитала в России служит количество кредитных организаций, контролируемых нерезидентами, с капиталом 50 % и более. Таких на конец 2001 г. было 30 банков и одна небанковская кредитная организация.

За последние годы деятельность иностранных банков в России, связанная с их присутствием на территории страны, скорее сокращается, чем растет. Однако неуклонно возрастает значение трансграничного оказания банковских услуг российским клиентам. Это определяется тем, что организационная структура глобальных и региональных банков опирается на матрицу «продукт-клиент». Для этих финансовых институтов страновая форма организации бизнеса является подчиненной, второстепенной. Работу с крупной международной клиентурой они организуют и оценивают в глобальном масштабе, суммируя результаты продаж самых различных продуктов своими подразделениями по всему миру.

Объем требований иностранных банков к российскому частному нефинансовому сектору на 1 июля 2001 г. оценивался в 14,9 млрд долл., что составило 29,4 % от общей суммы полученных кредитов; остальные 70,6 % в размере 35,8 млрд долл. в рублевом эквиваленте были получены от российских банков. Таким образом, участие иностранных банков в кредитовании российского частного предпринимательства пока невелико, и тенденция к росту не просматривается. Иностранные банки выдавали новые кредиты по мере погашения старых кредитов при общем сокращении кредитных требований. На российском рынке наиболее активно работают немецкие банки, доля которых в объеме консолидированных требований иностранных банков на Россию на 31 июня 2001 г. составила 55,8 % от общей суммы в 36,7 млрд долл., а также Франции, Швейцарии, Италии, США, Нидерландов с долей по 4-6 %.

В объем консолидированных требований иностранных банков включены данные о суверенной российской задолженности Лондонскому клубу и кредитование собственных «дочек» в России. Кредитование, в том числе синдицированное, является далеко не единственным продуктом, который получают российские клиенты от иностранных банков из-за рубежа. Многие банковские продукты, которые недавно предоставлялись на месте, теперь стали транснациональными и доставляются через границу, в том числе платежи и расчеты, управление ликвидностью, валютно-обменные операции. Особенно это относится к крупным компаниям, деятельность которых выходит за пределы страны, в том числе РАО «Газпром», НК «ЛУКОЙЛ», «Аэрофлоте, и др.

Российские банки активно заимствуют на международных кредитных рынках посредством привлечения синдицированных кредитов и эмиссии долговых ценных бумаг. Период до 1996 г. характеризовался преобладанием синдицированных кредитов, после 1996 г. российские банки **стали** активно размещать еврооблигационные займы. В 1996–1998 гг. посредством привлечения синдицированных кредитов было получено 2,48 млрд долл., эмиссии долговых ценных бумаг составили 1,3 млрд долл. В 2002 г. крупнейшие российские банки с хорошей историей и чистой репутацией, в том числе Доверительный и инвестиционный банк, МДМ-Банк, Альфа-Банк, финансовая группа МДМ, вновь вышли на международный кредитный рынок.

17.4. Государственные ценные бумаги: эмитенты и инструменты

17.4.1. Возникновение российского рынка государственных и муниципальных ценных бумаг

Российский рынок ценных бумаг начал формироваться с 1990 г.; в 1993–1994 гг. был отмечен его быстрый рост. Возникновение и формирование российского рынка ценных бумаг были связаны с интенсификацией **эмиссионной** деятельности федерального правительства, региональных (субфедеральных) и муниципальных органов власти, с приватизацией государственных предприятий, с появлением открытых акционерных обществ, эмитирующих ценные бумаги. Капитализация российского фондового рынка по состоянию на 17 июня 2003 г. составила 158,5 млрд долл., оборот рынка в мае 2003 г. равнялся 7,95 млрд долл. К началу 2004 г. объем государственных ценных бумаг федерального и регионального уровней (рублевые и валютные) составил 13 % ВВП, корпоративные ценные бумаги — 53 % ВВП, в том числе капитализация рынка акций — 45 % ВВП.

Обращающиеся на рынке российские ценные бумаги подразделяются на государственные и частные (**корпоративные**). Государственные ценные бумаги (ГЦБ) — это любые ценные бумаги, удостоверяющие отношения займа, в которых должником выступают правительство, органы государственной власти и управления. Рынок ГЦБ является одним из важнейших сегментов российского финансового рынка. Он имеет макроэкономическое значение, поскольку связан с решением государственных задач по финансированию бюджетных расходов и реализации кредитно-денежной политики.

Этот рынок предлагает государству неинфляционный механизм управления дефицитом государственного бюджета, а инвестору — надежное, выгодное и высоколиквидное средство вложения капитала. Эмитентами государственных долговых обязательств выступают федеральное правительство, правительства субъектов РФ, местные органы власти, некоторые учреждения и организации, пользующиеся государственной поддержкой. Выплаты процентов и погашение основной суммы по ГЦБ гарантируются государством, что обеспечивает их надежность и ликвидность.

Первым займом суверенной России в составе СССР был Государственный российский республиканский внутренний 5 %-ный заем 1990 г., основная часть которого была скуплена коммерческими банками, которые могли их учитывать как **обязательные** резервы. Он был выпущен в безбумажной форме одним тиражом

в виде специальных именных счетов заимствования 1 ноября 1991 г. для финансирования бюджетного дефицита; в 1993 г. облигации были выкуплены досрочно. Облигации Государственного республиканского внутреннего займа РСФСР, выпущенные в 1991 г. сроком на 30 лет, тоже были выкуплены досрочно Центральным банком.

С 1993 по 1994 г. в России обращались золотые сертификаты, которые представляли собой особые именные ценные бумаги, не обладающие валютной ценностью, но с золотым обеспечением и с привязкой к золоту. Рынок золотых сертификатов носил ограниченный характер, их покупали в основном коммерческие банки с правом перепродажи целиком или по частям. В 1994 г. рынок золотых сертификатов прекратил свое существование из-за низкой доходности и ликвидности. Государственные казначейские векселя, эмитированные Минфином в 1994 г., не были размещены на открытом рынке, их скупил Центральный банк.

С сентября 1994 г. правительство стало переоформлять часть своей задолженности перед предприятиями в казначейские обязательства (КО), которые активно использовались до 1996 г. Эти обязательства эмитировались сроком на 1 год в виде записи на счетах «депо» в уполномоченных депозитариях, в качестве которых выступили уполномоченные банки. В 1996 г. все казначейские обязательства были погашены и выведены из обращения.

Облигации государственного сберегательного займа (ОГСЗ) служили инструментами рынка внутреннего государственного долга в 1995–2001 гг. Первый выпуск ОГСЗ состоялся в ноябре 1995 г., доходность первого купона первой серии составила 102,72 %, второго купона — 104,28 %; однако в дальнейшем доходность ОГСЗ снизилась. До 17 июля 2000 г. в обращении находились ОГСЗ, эмитированные до кризиса 1998 г. С 20 июля 2000 г. Минфин РФ возобновил эмиссию ОГСЗ, но уже как индексированный инструмент. Новые облигации сберегательного займа являлись, как и раньше, бумагами на предъявителя с двумя полугодовыми купонами. В течение 2001 г. все выпуски ОГСЗ были погашены.

Облигации органов власти субъектов Российской Федерации и местного самоуправления впервые были размещены на российском фондовом рынке в 1992 г. Региональные и муниципальные ценные бумаги чаще всего выпускаются в форме краткосрочных (до 1 года) или среднесрочных (1–5 лет) облигаций, в виде именных и предъявительских ценных бумаг, в документальной и бездокументарной форме. Бездокументарная форма эмиссии осуществляется в виде записи на счетах «депо?», держатели получают свидетельства о владении облигациями.

Распространение займов осуществляется методом публичного (открытого) размещения или частного (закрытого) размещения. Займы субъектов РФ подразделяются на займы общего покрытия и целевые. Займы общего покрытия обеспечиваются бюджетом и имуществом эмитента, предназначены для покрытия бюджетного дефицита и финансирования текущих расходов. Они аналогичны ГКО, размещаются по подобной схеме, пользуются популярностью и относятся к числу наиболее крупных займов по размеру.

Целевые (доходные) облигации эмитируются под исполнение конкретного **инвестиционного** проекта, чаще жилищного строительства или на социальные

нужды. Такие займы нередко погашаются доходами от реализации проекта. Среди целевых займов наибольшее развитие в России получили жилищные займы, которые бывают займами застройщиков, муниципальными жилищными займами и государственными жилищными сертификатами.

17.4.2. ГКО/ОФЗ — инструменты обслуживания внутреннего государственного долга России

Государственные краткосрочные бескупонные облигации (ГКО) и именные среднесрочные облигации федерального займа с переменным купоном (ОФЗ-ПК) и с постоянным купонным доходом (ОФЗ-ПД) являются основными финансовыми инструментами обслуживания внутреннего долга России, эмитированными Министерством финансов РФ в рублях. ГКО и ОФЗ обеспечивают безэмиссионное финансирование дефицита бюджета. Рынок ГКО начал функционировать с 1993 г., рынок ОФЗ-ПК — с 1995 г., ОФЗ-ПД — с 1996 г., когда инфраструктура рынка государственных облигаций уже сложилась.

Обслуживание ОФЗ до срока погашения (обычно 6–15,5 лет) требует только выплаты процентов. ОФЗ-ПД выпускаются для реоформления задолженности федерального бюджета перед Банком России. ГКО — один из наиболее ликвидных, надежных и удобных финансовых инструментов; размещается с дисконтом, доходы облагаются льготными налогами. Инвестор имеет право на получение номинальной стоимости и купонного дохода по облигации в виде процента к номинальной стоимости, равной 1 млн руб.

ГКО/ОФЗ выпускаются в бездокументарной электронной форме, в виде записей на счетах «депо» клиента в депозитарной системе. Их размещением и операциями на вторичном рынке занимается Управление ценных бумаг Банка России; торговой, расчетной и депозитарной деятельностью — ММВБ. Участниками рынка ГКО/ОФЗ являются: Минфин РФ (эмитент); Центральный банк РФ как контролирующий орган и генеральный агент по размещению бумаг; системообразующие подразделения организованного рынка ценных бумаг (депозитарная, расчетная, торговая системы).

Эмиссия ГКО осуществляется отдельными выпусками 1 раз в неделю на биржевом рынке; эмиссия ОФЗ — один раз в несколько месяцев. Условия каждого выпуска объявляются Минфином (эмитентом) и содержат следующую информацию: номинальный объем выпуска; номер выпуска, дату размещения и дату погашения, количество неконкурентных заявок (в процентах к общей сумме, указанной в заявке), ограничения для нерезидентов. По поручению эмитента первичное размещение облигаций осуществляется Банком России на аукционе. До начала торгов погашаются ранее выпущенные облигации, срок обращения которых истек.

Во время аукциона дилеры и инвесторы подают свои конкурентные и неконкурентные заявки. Заявки удовлетворяются в порядке уменьшения их цен до цены отсечения Минфина. Сначала удовлетворяются все конкурентные заявки, затем по средневзвешенной цене аукциона удовлетворяются неконкурентные заявки. Вторичные торги проводятся в рабочие дни (кроме среды), когда в торговую систему подают заявки участники торгов. Заключение сделок осуществляется на основании конкурентных заявок, поданных дилерами, через которых

проводятся и денежные расчеты. Поскольку облигации не имеют материального носителя, первичное размещение и вторичные торги по ним обслуживаются специальной электронной системой. РТС, ММВБ и МФБ представляют собой электронные биржи без торгового зала, где совершается до 98 % сделок с ценными бумагами.

В системе ММВБ осуществляется весь комплекс операций с государственными ценными бумагами (ГЦБ): от первичного размещения и вторичных торгов до погашения выпусков и выплат купонных доходов по облигациям. Электронная торговая система по ГЦБ ММВБ охватывает 8 основных финансовых центров России. На основе контрактов с дилерами, которые выступают в качестве субдепозитариев, ММВБ осуществляет функции депозитария, торговой и расчетной систем. На каждый облигационный выпуск оформляется глобальный сертификат, хранящийся в ЦБ РФ. Приобретая ГКО, инвестор получает именные выписки со счетов «депо», на которых отражаются операции купли-продажи облигаций. Именные выписки со счетов фактически носят характер именного сертификата ценных бумаг.

Выпуск ГКО считается состоявшимся, если было размещено более 20 % объема выпуска по номиналу. Инвестором на рынке ГЦБ может быть любое юридическое или физическое лицо, имеющее право на владение облигациями, для нерезидентов ЦБ устанавливает ограничения по количеству приобретаемых облигаций. Низкий номинал является преимуществом ГКО по сравнению с другими ценными бумагами и позволяет инвестировать даже небольшие суммы, привлекая физических лиц.

Контролирующим органом на рынке ГКО/ОФЗ выступает ЦБ РФ. Все операции по размещению и обращению ГКО, включая учет владельцев облигаций и расчеты, осуществляются через учреждения ЦБ и уполномоченные им организации (официальные дилеры). Устанавливая ставку рефинансирования (16 % в июне 2003 г.), ЦБ РФ определяет ориентир для рынка. Инвестор не может самостоятельно участвовать в торгах и аукционах по размещению ГКО, он может приобретать и продавать ГКО только через посредников — официальных дилеров. Дилером является юридическое лицо, обычно крупный коммерческий банк или финансовая компания, заключившее договор с главным дилером — Центральным банком — и отвечающее требованиям по статусу и финансовому положению.

Инвестор заключает с дилером специальный договор (а дилер — с Банком России), на основании которого дилер осуществляет на рынке брокерские операции от имени и за счет своего клиента. После заключения договора дилер открывает инвестору денежный счет у себя и счет «депо» в депозитарной системе. Облигации, принадлежащие инвестору, хранятся в депозитарии биржи, а дилер только передает инвестору информацию о состоянии счета «депо». Инвестор может иметь несколько счетов «депо» у разных дилеров и переводить принадлежащие ему бумаги с одного счета на другой, и таким образом он всегда может вернуть свои деньги. Комиссионные биржи и дилера взимаются непосредственно из денежных средств инвестора, перечисленных на биржу.

Дилер может совершать сделки от своего имени и за свой счет, а также выступать в качестве брокера от имени своего клиента. Дилеры имеют непосредствен-

ный доступ к торговой системе ММВБ, в рамках которой проводятся аукционы по первичному размещению ГКО и вторичные торги. Каждый дилер имеет отдельный счет в центральной депозитарии ММВБ и специфический учетный код. Число дилеров ограничено возможностями электронной системы торгов. С 1996 г. дилеры подразделяются на первичных и прочих, которые не имеют обязательств перед ЦБ и должны совершать сделки по уже имеющимся котировкам первичных дилеров.

Первичный дилер должен отвечать ряду требований, в том числе:

- иметь портфель государственных ценных бумаг на определенную сумму;
- участвовать в первичном размещении ГКО/ОФЗ объемом собственных денежных средств в размере 1 % от объявленной эмиссии;
- выкупать на аукционах по итогам отчетного года 1 % от размещенного объема ГКО/ОФЗ;
- поддерживать двусторонние котировки во время вторичных торгов в течение 2 часов и 0,8 % к номиналу по 12 базовым выпускам ГКО/ОФЗ, определяемым Банком России.

Первичный дилер обладает рядом преимуществ:

- он может выставять двусторонние котировки от собственного имени;
- приобретать государственные облигации на аукционе до 100 % объема по средневзвешенной цене аукциона; осуществлять сделки «депо» с Банком России;
- обслуживать нерезидентов на организованном рынке ценных бумаг через специальные счета типа «Сс» для нерезидентов.

Институт первичных дилеров был введен ЦБ с целью поднять цену на государственные ценные бумаги и **снизить** их чрезмерную доходность, которая оказывала дестабилизирующее воздействие на экономику страны. Нагрузка на первичных дилеров оказалась очень тяжелой, а их обязательства перед ЦБ — слишком обременительными, поскольку они должны были поддерживать рынок. В связи с этим число первичных дилеров только за первое полугодие 1997 г. сократилось более чем на 20 %. Конъюнктура рынка ГЦБ складывалась под преобладающим влиянием политики Минфина, который впервые эмитировал 3-месячные ГКО в мае 1993 г.; в 1997 г. капитализация рынка ГЦБ составила 436 трлн руб.

Высокая доходность ГКО делала невыгодными капиталовложения в производство. Летом 1996 г. распоряжением правительства доходность ГКО была снижена в 2-3 раза до 58 % годовых с целью направления притока капитала в реальный сектор экономики; для банков-нерезидентов был определен норматив в 19 % годовых. Доходность ГКО в феврале 1998 г. составила 40-45% годовых; инвесторы стали уводить свои вложения с рынка ГКО. Первый аукцион по размещению ОФЗ состоялся на ММВБ в июне 1995 г. К апрелю 1996 г. емкость рынка ОФЗ достигла 1/3 объема рынка рублевых облигаций и продолжала увеличиваться как на ММВБ, так и на связанных с ней торговых площадках в других городах.

В условиях бюджетного профицита (с 2000 г.) рынок ГЦБ характеризуется стабилизацией и снижением доходности его инструментов. Произошло сужение рынка ГКО/ОФЗ, снизилась его функциональная макроэкономическая роль и как источника финансирования бюджета, уменьшилась его значимость как

сферы проведения денежно-кредитной политики, а также спекулятивного сегмента российского финансового рынка. В то же время рынок ГКО-ОФЗ сохранил функции инструмента управления ликвидностью с помощью наиболее краткосрочных выпусков, а также индикатора стоимости кратко- и среднесрочных безрисковых заимствований.

Объем рыночного портфеля ГКО/ОФЗ (по номиналу) с 1998 г. сокращался и в 2001 г. составил 160 млрд руб. В результате снижения новых заимствований и конверсии рыночных государственных ценных бумаг в нерыночные с тем же номинальным объемом. К 2003 г. объем рынка ГКО/ОФЗ удвоился и составил 315 млрд руб. из-за снижения доходности по операциям с иностранной валютой. Доходность на рынке ГКО/ОФЗ в конце 2000 г. составила 23,6 % годовых, в 2002 г. — 12 %, в июле 2003 г. — 8,1 %, в июне 2004 г. — 7,9 % годовых. В 2002 г. капитализация рынка государственных ценных бумаг происходила в основном за счет эмиссии ОФЗ с погашением в 2004-2008 гг. на фоне снижения доли ГКО до 22 % (в 2001 г. — 60 %).

В 2004 г. эмиссия ГЦБ **определена** (по номиналу) в 303 млрд руб., в том числе ГКО — 55 млрд руб.; при планируемой доходности по краткосрочным облигациям 6,5 % годовых, по средне- и долгосрочным долговым обязательствам — 8,5-10,2 % годовых. В 2002 г. на рынке государственного долга появились новые инструменты: в мае и сентябре состоялось два выпуска ОФЗ с амортизацией долга (ОФЗ-АД) со сроком обращения 4 и 6 лет соответственно. Отличие ОФЗ-АД от обычных ОФЗ состоит в процедуре погашения долга: основная сумма выплачивается не единовременно, а частями в течение двух последних лет рыночного обращения. Это позволяет Минфину существенно снизить нагрузку на бюджет путем распределения платежей во времени.

Одной из целей выпуска ОФЗ-АД является создание крупных выпусков государственных облигаций, которые способны выполнять индикаторные функции и выступать в качестве высоколиквидных базовых выпусков-ориентиров (*benchmarks*) на фондовом рынке. Индикативный выпуск должен иметь большой объем в обращении и лидировать по количеству заключенных сделок. ОФЗ-АД уже в первый год существования вполне отвечали указанным требованиям. В декабре 2002 г. общая доля выпусков ОФЗ-АД в совокупном портфеле **государственных** ценных бумаг достигла 20 % по номинальной стоимости, а количества сделок с этими облигациями на вторичных торгах составило около 13 % рыночного оборота. Доходность ОФЗ-АД при первичном размещении составила 17,41 %, но к концу года под влиянием высокого спроса она снизилась. Снижение доходности означает, с точки зрения инвесторов, уменьшение риска владения данными долговыми обязательствами.

В состав участников рынка государственных ценных бумаг входят дилеры, инвесторы-резиденты и инвесторы-нерезиденты. Основную часть портфеля держат дилеры (в 2002 г. 74,7 %). Доля резидентов постепенно увеличивается за счет выхода на рынок крупных институциональных инвесторов, среди которых ведущее место занимает Пенсионный фонд РФ, в 2002 г. она составила 93 %. Доля инвесторов-нерезидентов на рынке ГЦБ снизилась с 11,7% в 2001 г. до 7,0 % в 2002 г. за счет погашения принадлежащих им выпусков государственных облигаций. В конце 2002 г. нерезиденты вложили в ГКО-ОФЗ 2 млрд руб. Их спрос на репатриацию средств, находящихся на счетах типа «Сс», практиче-

ски удовлетворен. Банк России предпринял ряд мер для стимулирования активности нерезидентов.

Банк России провел 6 аукционов по продаже иностранной валюты уполномоченным банкам, обслуживающим нерезидентов. Нерезидентам было разрешено осуществлять в 2002 г. прямые инвестиции в экономику России на сумму 10 млрд руб. Они получили право переводить государственные облигации на транзитный раздел «депо» с последующим зачислением выручки от их продажи на конверсионный счет типа «Cs». Установлен аналогичный порядок перевода корпоративных и субфедеральных ценных бумаг на основной раздел счета «депо» нерезидента.

В 2002 г. политика Банка России была направлена на расширение инструментов кредитно-денежного регулирования в условиях либерализации валютного законодательства, предусматривающей постепенное снижение нормы обязательной продажи экспортной выручки. В ноябре 2002 г. ЦБ начал проведение операций по стерилизации и рефинансированию банковской системы на постоянной основе с использованием, во-первых, сделок РЕПО; во-вторых, биржевых модифицированных операций РЕПО (БМР); в-третьих, аукционов по привлечению средств коммерческих банков, которые могут разместить денежные средства в ЦБ на депозитах с фиксированными ставками.

Общий объем рефинансирования по операциям прямого РЕПО составил более 25 млрд руб. со средней ставкой 6,9 %. При определении ставки отсечения по операциям прямого РЕПО ЦБ РФ ориентируется на текущую конъюнктуру рынка межбанковских кредитов. Наряду с проведением операций прямого РЕПО ЦБ осуществлял стерилизованные мероприятия в целях предоставления участникам рынка возможностей по размещению избыточных средств. Для этого ЦБ использовал сделки по продаже государственных ценных бумаг из собственного портфеля с обязательством обратного выкупа, которые получили название биржевого модифицированного РЕПО (БМР). Операции биржевого модифицированного РЕПО стали одним из основных регулярных инструментов по изъятию ликвидности на срок от 1 месяца, аукционы БМР проводятся еженедельно.

Отличие БМР от обыкновенных операций обратного РЕПО заключается в следующем:

- обратный выкуп государственных облигаций осуществляется ЦБ у их фактического держателя, которым на момент выкупа может оказаться не первоначальный контрагент;
- » в период между размещением и офертой ЦБ БМР могут свободно обращаться на вторичном рынке;
- операции биржевого модифицированного РЕПО можно использовать в операциях прямого РЕПО с ЦБ и при получении ломбардных кредитов от Банка России.

Министерство финансов оказывает определяющее воздействие на конъюнктуру рынка государственных ценных бумаг. Он выступает в качестве одного из основных операторов на этом рынке, его доля в рыночном обороте (без учета первичных размещений) в 2002 г. составила 40 %. Приоритетными задачами Минфина является повышение ликвидности и расширение круга участников рынка государственных ценных бумаг. Для активизации рынка Минфин стал более гибко

проводить рыночные операции по управлению государственным долгом. Наряду с досрочным выкупом облигаций с целью сглаживания платежного графика Минфин проводит активные операции доразмещения облигаций, которые не были проданы на первичных торгах. Он также использует практику проведения аукционов по реализации дополнительных выпусков государственных облигаций, пользующихся-наибольшим спросом у инвесторов.

17.4.3. Реструктуризация валютных займов бывшего СССР

После распада СССР внешний долг, унаследованный Россией в обмен на *Zero Option*, составил 66,5 млрд долл. Международные заимствования СССР представляли собой преимущественно синдицированные займы. Но в 1988-1990 гг. Внешэкономбанк СССР (ВЭБ) выпустил 8 займов на сумму 1674 млн долл. Облигации, эмитированные ВЭБом, выпускались в стране валюты займа и допускались к обращению на фондовых биржах. В 1996 г. долги ВЭБа по кредитам иностранных коммерческих банков были реструктурированы на основе соглашения с Лондонским клубом; просроченные проценты были преобразованы в ноты — *IAN (Interest Arrears Notes)*, основная сумма долга — во *Vnesh Principal Notes*. Структура выплат по обоим видам ценных бумаг включает 17-летний срок обращения, полугодовой купон и ставка купона определяется на основе шестимесячного Либора + 'У_{1с}.

Другим наследием прошлого были замороженные счета предприятий, организаций и граждан СССР в иностранной валюте. Их вел ВЭБ и выпускал валютные еврооблигации, эмиссия которых только в Европе составила 1674 млн долл. После распада СССР и банкротства банка счета были заморожены, и Минфин РФ взял на себя обязательства ВЭБа. Они были преобразованы в облигации внутреннего государственного валютного займа (ОВГВЗ). К моменту блокировки счетов активы ВЭБ составили около 7858 млн долл. Задолженность физическим лицам была погашена в полном объеме, а для юридических лиц Минфин выпустил облигации.

ОВГВЗ являются валютными ценностями, они могут обращаться на территории РФ без права вывоза за рубеж, их могут приобретать нерезиденты. Денежные обязательства по ОВГВЗ исполняются в долларах США, основным платежным агентом выступает ЦБ РФ, роль депозитария и расчетного центра выполняет Внешторгбанк. ОВГВЗ были выпущены в 1993 г. в объеме активов ВЭБ (7885 млн долл.). Заем состоял из пяти ежегодно и поочередно погашаемых траншей с различными сроками погашения (дюрацией); номинал облигаций составлял 1 тыс., 10 тыс. и 100 тыс. долл.; к облигациям прилагалось определенное количество купонов в зависимости от дюрации. Купоны предъявляются в строго определенные сроки в российские или иностранные уполномоченные банки или отделения. Проценты в размере 3 % годовых выплачиваются с 1993 г. 1 раз в год.

Основными держателями ОВГВЗ среди резидентов являются крупные банки и совместные предприятия. Владельцы облигаций могут передать их на хранение уполномоченным банкам. Дилерами по операциям с ОВГВЗ являются крупные российские, а также иностранные банки. При получении уполномоченными банками облигаций во ВЭБ их прием на баланс осуществляется по номинальной стоимости. При приобретении облигаций на вторичном рынке за иностранную валюту они

принимаются на баланс по цене приобретения. ОВГВЗ торгуются на биржевом и внебиржевом рынках. Они высокодоходны и ликвидны, с 1994 г. развивается вторичный рынок этих облигаций. Первые торги состоялись на МВББ, в дальнейшем они проводились и на других торговых площадках. На Московской центральной фондовой бирже проводились торги срочными контрактами на ОВГВЗ.

В 1996 г. были осуществлены дополнительные выпуски ОВГВЗ. В 1995-1996 гг. ОВГВЗ активно использовались российскими операторами в качестве залога при кредитовании. ОВГВЗ приобретались нерезидентами как среднесрочные (до 2 лет) спекулятивные инструменты, поскольку вложения в эти облигации считаются менее рискованными и более ликвидными, чем ГКО. В 1992 г. ЦБ РФ выпустил облигации с плавающей ставкой под ответственность банка *Donau Bank* под названием *Donau Bank Bonds* на сумму 293 млн долл. с купоном Либор + $1/8$ %; с погашением полугодовыми платежами в 1997-2001 гг., расчетами через *Eurodear/CEDEL*.

17.4.4. Еврооблигации правительства и субъектов РФ

Правительство РФ впервые вышло на рынок еврооблигаций в 1996 г. Этому предшествовали достижение соглашения с Лондонским и Парижским клубами, подписание договора о погашении задолженности царской России гражданам Франции, получение кредитного рейтинга. Впервые правительственные пятилетние евробонды были выпущены одновременно в 15 странах на сумму 1 млрд долл., по цене 99,561 % от номинала, спрэд составил 345 базисных пункта к доходности 5-летних казначейских облигаций США или 3,45 %; средневзвешенная доходность составила 9,36 % годовых. Средства от размещения поступили в ЦБ РФ 27 ноября 1997 г.

Лид-менеджерами первого займа с комиссионными в размере 1 % стали *J.P. Morgan* и *SBC Warburg*. С российской стороны в синдикат вошли Альфа-банк, АКБ МФК и Уникомбанк, каждый получил евробондов на 10 млн долл. Первый евровалютный заем РФ был размещен в США - 44 %, в Азии - 30 %, в Европе — 26 %. Он был удачным и открыл путь другим выпускам евробондов РФ и других российских эмитентов. Второй выпуск суверенных евробондов РФ был осуществлен 13 марта 1997 г. во Франкфурте-на-Майне на сумму 2 млрд немецких марок, сроком на 7 лет с фиксированным купоном 9 %. Основными покупателями бондов РФ были банки Германии (37 %), Великобритании (15 %) и Швейцарии (20 %).

На 1 апреля 1997 г. было размещено 65 % займа; часть эмиссии осталась на счетах у андеррайтеров, которые впоследствии вынуждены были их продавать по более низким ценам, чем они выкупались у эмитента. Конечными покупателями были в основном частные инвесторы. Третий выпуск правительственных еврооблигаций был размещен на сумму 2 млрд долл. 26 июня 1997 г., со сроком погашения 10 лет, по цене 99,164 % от номинала, их доходность на 375 базисных пунктов превышала доходность 10-летних облигаций Казначейства США.

Соменеджерами займа выступили российские банки: АКБ МФК, Альфа-банк, Автобанк, Российский кредит. 55 % выпуска займа было размещено в США, 24 % — в Азии, 23 % — в Европе. В дополнение к основному траншу 23 октября 1997 г. в течение 90 минут был размещен дополнительный транш на сумму 400 млн долл.,

по цене 103,4 % от номинала, со спрэдом 334 базисных пункта по отношению к текущей доходности 10-летних казначейских обязательств США.

В 1998 г. до кризиса Россия разместила шесть выпусков суверенных еврооблигаций — по одному выпуску в немецких марках и итальянских лирах, остальные в долларах. Общая сумма правительственных заимствований на международном облигационном рынке менее чем за два года составила 10,19 млрд долл., что свидетельствовало об определенном доверии иностранных инвесторов к России как к заемщику. Помимо еврооблигаций, эмитированных путем публичного размещения, в 1998 г. были выпущены еврооблигации в связи с реструктуризацией ГКО на общую сумму 6,4 млрд долл. Выпуск еврооблигаций в 2000 г. в связи с реструктуризацией долга перед Лондонским клубом кредиторов составил 21,1 млрд долл.

На 2004 г. Правительство РФ определило сумму заимствований из внешних источников в объеме 3,0 млрд долл. Сумма внешних заимствований РФ на 2005 г. определена в 3,65 млрд долл., в том числе посредством размещения еврооблигаций — 2,5 млрд долл., использования целевых кредитов правительств иностранных государств — 174,9 млн долл., привлечения финансовых займов по линии Всемирного банка — 25 млн долл. В 2006-2007 гг. предполагаются ежегодное размещение еврооблигаций РФ на сумму 2,5 млрд долл. и привлечение 25 млн долл. по линии Всемирного банка.

Выход правительства РФ на международный финансовый рынок в 1996 г. открыл доступ и российским субфедеральным и региональным эмитентам, прежде всего крупным городам и регионам. Для городов и регионов выпуски еврооблигаций являются дополнительным источником финансирования региональных и местных проектов на более длительные сроки и по более низкой цене по сравнению с заимствованиями на внутреннем рынке. К субъектам Федерации, намеревающимся осуществить выпуск еврооблигаций, были в законодательном порядке установлены жесткие требования:

- * такой субъект Федерации должен входить в число «доноров» в рамках российского федерального бюджета;
- решение о выпуске внешнего займа субъекта РФ должно быть составлено и утверждено соответствующим органом законодательной власти субъекта РФ; должно быть разрешение ЦБ РФ, а в некоторых случаях и ГТК РФ, ФКЦБ;
- * проспект эмиссии внешнего займа субъектов РФ подлежит государственной регистрации в Минфине РФ;
- общий объем всех видов заимствований не должен превышать 30 % объема собственных доходов бюджета субъекта РФ;
- расходы на погашение и обслуживание всех видов долговых обязательств субъекта РФ не должны превышать 15 % собственных доходов бюджета в пределах бюджетного года;
- срок обращения облигаций внешнего займа не должен быть менее 2 лет;
- уплата **налога** на операции с еврооблигациями производится с предоставлением отсрочки на срок до 6 месяцев с учетом действующих соглашений во избежание двойного налогообложения, заключенных Россией или СССР;
- исполнение обязательств по погашению внешнего облигационного займа субъектов РФ обеспечивается залогом или банковской гарантией.

Жесткие требования российского правительства к региональным заемщикам связано с тем, что такие заимствования увеличивают суверенный внешний долг, поскольку субъект Федерации выходит на международный финансовый рынок с разрешения правительства РФ, которое тем самым принимает на себя солидарную ответственность по долгу. Если заемщик в лице региональной администрации окажется неплатежеспособным, ответственность по его долгам берет на себя федеральное правительство.

В 1997-1998 гг. на рынок еврооблигаций вышли Москва, Санкт-Петербург, Нижегородская область, предварительно получив кредитные рейтинги ведущих международных рейтинговых агентств. После успешного выпуска еврооблигаций Москвой, Санкт-Петербургом и Нижегородской областью 23 других субъекта Федерации выразили намерение осуществить выпуск своих ценных бумаг на международном финансовом рынке; 8 из них получили разрешение, но до кризиса не успели его реализовать.

Рынок еврооблигаций весьма привлекателен для регионов России. Получение долгосрочных и относительно недорогих облигационных евроресурсов снижает зависимость от федеральных властей, восполняет нехватку ресурсов для финансирования различных инвестиционных проектов, покрытия бюджетного дефицита и других текущих расходов. Выпуск еврооблигаций не обусловлен никакими дополнительными обязательствами, как это происходит с кредитами МВФ или синдицированными кредитами, он не требует имущественного или иного обеспечения, предлагает выбор валюты займа и других параметров выпуска. Кроме того, выпуск еврооблигаций обеспечивает формирование кредитной истории заемщика в качестве предпосылки для получения международных ресурсов на более выгодных условиях в дальнейшем.

17.5. Рынок корпоративных ценных бумаг

17.5.1. Рынок акций российских предприятий

Российский рынок акций олигополистичен и сверхконцентрирован; основными эмитентами выступает ограниченное число компаний, выпускающих несколько акций. Большая часть эмиссий акций не связана с привлечением нового капитала. Сохраняется разрыв между незначительными акционерными капиталами и масштабными размерами добавочных капиталов, не превращенных в акции. Мала доля акций, находящихся в свободном обращении на вторичном рынке; по некоторым оценкам, в 2004 г. она составила 20 % от общей капитализации рынка акций. Обороты по депозитарным распискам на российские акции за рубежом значительно превосходят объемы внутреннего рынка (в 3 раза в 2001 г., без учета акций ПАО «ЕЭС России»). Вложения российских инвесторов в акции, выпущенные в США, в 1,4-1,7 раза больше инвестиций из США в российские акции. Капитализация рынка акций в 2004 г. составила 45 % ВВП.

На российском рынке обращаются акции приватизированных предприятий, коммерческих банков, страховых компаний и пенсионных фондов. Акции приватизированных предприятий условно делятся на «голубые фишки» и прочие акции. К «голубым фишкам» относятся акции высокодоходных компаний (нефтедобычи, электроэнергетики, телекоммуникаций, металлургии, транспорта),

которых насчитывается не более трех десятков. Эти акции активно торгуются на рынке. Прочие акции различных предприятий, которых насчитывается десятки тысяч, фактически свободно не обращаются на рынке. Большинство российских акционерных компаний отсутствуют на рынке, поскольку являются компаниями закрытого типа и не выпускают акции. Высокая номинальная стоимость выпущенных акций препятствует участию широких слоев населения в их обращении.

В докризисный период выпуск акций в России практически не играл никакой роли в инвестиционном процессе, ибо эмиссий, сопровождающихся привлечением капитала предприятиями, практически не было. Большая часть эмиссий после ваучерной приватизации 1992-1994 гг. была связана с переоценкой основных фондов предприятий. К 1995 г. рынок акций стабилизировался, что было связано с перераспределением капитала. К этому времени брокеры накопили относительно крупные пакеты финансовых инструментов и солидный капитал. Они уже могли выжидать выгодные условия продажи/покупки, регулировать потоки ценных бумаг и колебания цен. Появились институциональные инвесторы, которые обычно проводят относительно взвешенную политику.

В 1996 г. российский финансовый рынок стал принимать цивилизованную форму, весной был принят федеральный закон «О рынке ценных бумаг», летом вышла президентская концепция развития фондового рынка. На российский фондовый рынок пришли нерезиденты; российские эмитенты вышли на международный рынок акций. Начало 1997 г. характеризовалось небывалым подъемом рынка корпоративных акций, сводный индекс *AK&M* за несколько дней в январе вырос на 25 %. Начался приток спекулятивных средств с рынка ГКО из-за снижения их доходности. К тому же Госдума ввела 15 %-ный налог на доход с операций с государственными облигациями. Наблюдалась высокая активность иностранных инвесторов на рынке корпоративных акций, их доля на этом рынке поднялась до 80 %.

В 1997 г. через Российскую торговую систему (РТС) проходила половина всех сделок с российскими акциями. Акции котировались в долларах; более 95 % сделок по ним совершалось в валюте с расчетами за границей. 80 % оборота РТС дают всего 7 акций из тысяч российских эмитентов и 17-18 брокерских компаний, средний размер сделки составляет 55 тыс. долл. Средний оборот РТС в день был очень мал — 15 млн долл.; такой рынок очень легко вывести из равновесия. Капитализация российского рынка акций достигла максимума летом 1997 г. и составила 110-115 млрд долл.; общая сумма инвестиций в августе того же года составила 12,3 млрд долл., доля нерезидентов — 8,9 млрд долл. К декабрю 1997 г. капитализация снизилась до 70-75 млрд долл., инвестиции — до 7,3 млрд долл. и участие нерезидентов — до 5,1 млрд долл.

Механизм запуска финансового кризиса 1998 г. в России, как считают эксперты, был основан на рынке акций. Небольшой рынок акций РТС был детонатором кризисных потрясений. Это происходило в следующей последовательности: рыночные шоки в РТС, вывод с этого рынка горячих денег через оффшорные счета, немедленное падение курсов акций и ГКО на рублевых рынках внутри страны. Нерезиденты продавали свои рублевые активы, резко повышался спрос на доллары, от чего падал валютный курс рубля. Далее происходили рост ИНфля-

НИИ, ухудшение состояния банков, разрастание финансового кризиса. В октябре 1997 г. сначала упал курс акций, за ним 1 декабря снизилась доходность Ю ГКО на 40 %.

После кризиса 1998 г. на рынке корпоративных акций наметились определенные позитивные сдвиги. В то же время стабильное функционирование рынка акций сдерживается низкой степенью диверсификации рынка по эмитентам и по отраслям. На вторичном рынке наибольший объем операций совершался с акциями предприятий энергетической и топливной отраслей. Именно эти отрасли наиболее подвержены влиянию конъюнктуры мирового рынка нефти и внешним рискам.

В 1998-2001 гг. выросла роль внутреннего спроса на долевые ценные бумаги, доля иностранных инвестиций в акции не превысила 10 % внутреннего рынка акций. Улучшились ключевые денежные параметры, формирующие устойчивость фондового рынка. В 2001 г., когда наблюдалось падение курсов ценных бумаг на всех основных фондовых биржах мира, капитализация рынка акций в РТС выросла вдвое; динамика оборотов торгов также имела тенденцию к повышению. Ежедневная стоимость котируемых в РТС бумаг превысила 70 млн долл.

ММВБ — ведущая торговая площадка, где ежедневно идут торги по акциям ведущих российских эмитентов, включая «голубые фишки». На ММВБ заключаются сделки по 186 акциям 105 эмитентов. В 2001 г. объем сделок на бирже с акциями равнялся почти 24,3 млрд долл., что составило свыше 80 % совокупного оборота ведущих биржевых площадок на российском рынке. За 2001 г. индекс ММВБ вырос на 64,6 %, что стало одним из самых высоких показателей на развивающихся рынках.

С конца 1999 г. в России началась торговля акциями через Интернет. К первой половине 2002 г. доля интернет-трейдинга на ММВБ достигла по количеству сделок 72 %, по объему торговли — 50 %. Интернет-трейдинг акциями позволяет значительно снизить издержки клиентов, повысить скорость обращения торговых заявок, почти полностью исключить необходимость контакта с брокером, расширить число клиентов за счет приобщения инвесторов с небольшими капиталами.

Среди физических лиц преобладают краткосрочные спекулянты, но и число долгосрочных инвесторов возрастает. Юридические лица составляют 25-30 % клиентов. Одну группу образуют банки, финансовые компании, которые через интернет-брокеров получают технологический доступ к торгам. Вторая группа — нефинансовые компании, вкладывающие на рынок часть своих свободных средств. Многие российские компании, акции которых допущены к биржевому листингу, считают своей важной задачей обеспечение доступа иностранных инвесторов к своим акциям. Однако, покупая акции такой компании на внутреннем рынке эмитента, иностранные инвесторы могут столкнуться с серьезными трудностями.

Некоторые инвесторы-нерезиденты не имеют права покупать акции за пределами своей страны, либо они обязаны существенно ограничивать долю таких акций в своем портфеле. Для других иностранных инвесторов существенным фактором, сдерживающим их готовность вкладывать средства, являются трудности, связанные с управлением акциями зарубежных эмитентов. В таких случаях

наиболее эффективным методом распространения акций за рубежом является программа депозитарных расписок. Механизм эмиссии депозитарных расписок фактически позволяет конвертировать акции, эмитированные внутри страны, в международные либо в иностранные акции, как, например, в случае с американскими депозитарными расписками (АДР), которые имеют хождение на территории США.

АДР — это свободно обращающаяся расписка на иностранные акции, депонированные в американском банке. Они создаются, когда брокер, действующий от имени потенциального инвестора — покупателя АДР, приобретает обращающиеся на местном рынке акции компании, расположенной за пределами США, и помещает их на ответственное хранение в банк-депозитарий. Затем банк-депозитарий выпускает деноминированные в долларах США расписки, подтверждающие право собственности на такие акции. АДР торгуются и обращаются на внутреннем рынке США. Глобальные депозитарные расписки (ГДР) работают по тому же принципу, с той лишь разницей, что они доступны также инвесторам, находящимся за пределами США, и фактически торгуются и обращаются в США и в других странах. Существует несколько видов депозитарных расписок:

- депозитарные расписки первого уровня надежности обращаются на внебиржевом рынке и не предусматривают допуск к листингу на зарубежной фондовой бирже или привлечение дополнительного капитала;
- депозитарные расписки второго уровня допускаются к листингу на международной фондовой бирже и не предусматривают привлечение дополнительного капитала;
- депозитарные расписки третьего уровня допускаются к листингу на международной фондовой бирже и используются для привлечения дополнительного капитала;
- депозитарные расписки по Правилу 144а используются для привлечения дополнительного капитала, при этом подлежат размещению по закрытой подписке среди «квалифицированных институциональных покупателей» в США. К эмитенту таких АДР предъявляются менее строгие требования в отчетности и регистрации.

В 1996 г. в США были выпущены американские депозитарные расписки третьего уровня надежности компаниями «Вимпелком», «Вимм-Билль-Данн», «МТС». В том же году РАО «Газпром» выставил на продажу на международном рынке 9 % своих акций в форме так называемых ограниченных АДР по Правилу 144а или S через андеррайтера Морган Стэнли. На международные рынки вышли и другие российские компании, в том числе НК «ЛУКОЙЛ», РАО «ЕЭС России». В отличие от внутренних эмиссий акций зарубежные выпуски сопровождались привлечением нового капитала.

Для вовлечения российских компаний в мировой фондовый оборот была подготовлена программа российских депозитарных расписок для 14 предприятий-эмитентов из разных отраслей экономики. Инвестиционный банк США «Саломон бразерс» выступил одним из посредников российских компаний и разместил на мировом рынке глобальные депозитарные расписки на общую сумму 1 млрд долл. Поскольку российские ДДР пользовались хорошим спросом на Западе, все больше

российских компаний выходило на международные рынки. Акции «Сургутнефтегаза», например, пользовались ажиотажным спросом. РАО «Газпром*» провел специальный аукцион по продаже 8,5 % акций, основным покупателем которых стал Инкомфинансгруп АБ (Швейцария). Получают распространение глобальные акции, которые были внедрены Дойче банком в 1999 г., они доступны американским и немецким инвесторам.

17.5.2. Облигации приватизированных предприятий

В соответствии с российским законодательством облигации могут выпускать все предприятия в любой валюте, независимо от формы собственности. Однако рынок корпоративных облигаций значительно отстает от рынка акций по обороту биржевых торгов, по количеству инструментов и участников; стоимость корпоративных облигаций в обращении в 2004 г. составила 160 млрд руб., портфель учтенных банками векселей предприятий — 162 млрд руб., что в совокупности было в 5,6 раза меньше капитализации рынка акций и равнялось 8 % ВВП. Российские облигации могут свободно обращаться или с ограничением; они могут быть именными или на предъявителя. Они могут выпускаться в купонной (процентной) форме и без купона с дисконтом любого размера. Первичный рынок корпоративных облигаций представлен широким набором купонных и дисконтных облигаций с широким диапазоном сроков. Среднесрочные корпоративные облигации (3-4 года) преимущественно купонные; краткосрочные (до 1 года) — дисконтные.

Проценты по облигациям начисляются и выплачиваются 2-4 раза в год. Уровень доходности облигаций определяется периодом их обращения: больший доход приносят облигации с длительным сроком обращения. Долговые ценные бумаги могут эмитировать только устойчивые высокодоходные компании, так как эмитент несет определенные обязательства по выплатам процентов и погашению облигаций. Облигации подлежат обязательному погашению, и они обеспечивают фиксированный доход.

Рынок корпоративных облигаций относительно новый для России. Первые торги по облигациям РАО «Высокоскоростные магистрали*» с государственной гарантией состоялись в начале 1996 г., где было продано 83 % объявленного объема эмиссии, средневзвешенный доход составил 90,42 %. Летом 1999 г. на ММВБ суммарный объем размещенных облигаций составил более 75 млрд руб. (2,5 млрд долл.). Основными эмитентами выступили 50 компаний, включая РАО «Газпром*», Тюменскую нефтяную компанию, Магнитогорский металлургический комбинат и другие, одновременно размещающие свои ценные бумаги и на рынке акций.

В 2000 г. объем первичного размещения корпоративных облигаций имел тенденцию роста, на вторичном рынке активности не наблюдалось. Однако в 2002 г. вторичный рынок облигаций впервые развивался более быстрыми темпами, чем рынок первичных размещений. В структуре биржевых торгов захватили лидерство облигации предприятий нефтяной промышленности, обогнав облигации кредитных и финансовых организаций. Повышение ликвидности рынка корпоративных облигаций стимулировало приход на рынок новых инвесторов, способствовало снижению стоимости заимствований и расширению числа эмитентов.

За первое полугодие 2003 г. на рынке были размещены корпоративные облигации российских эмитентов на 15,7 млрд руб.

Рынок корпоративных облигаций постепенно становится важным источником финансирования реального сектора экономики, дополняющим долгосрочное банковское кредитование. Успешное развитие рынка облигаций может оказать положительное воздействие на развитие рынка акций. Выпуск облигаций и связанное с этим повышение прозрачности компании используются руководством компаний как один из факторов, повышающих интерес инвесторов к обращающимся на рынке своим акциям, либо как подготовительный этап к осуществлению дополнительной эмиссии акций. Развитие рынка облигаций сдерживается недостаточной информационной прозрачностью хозяйственной деятельности и финансового положения эмитентов, ограниченным кругом высоконадежных эмитентов.

Российские корпоративные эмитенты вышли на международный рынок облигаций. В 1997-1998 гг. крупнейшими корпоративными заемщиками на рынке еврооблигаций были РАО «Газпром*», РАО «Высокоскоростные магистрали*», Сиданко, ЮКОС, Башнефть, ОАО «Новошип*». В 2001-2002 гг. эмитентами еврооблигаций были Газпромбанк, ОАО «МТС*», Роснефть, Сибнефть, Вымпелком и др., в 2003 г. суммарный объем выпуска обращавшихся еврооблигаций российских корпоративных эмитентов составил 2,75 млрд долл. с годовыми и полугодовыми купонами (9,0-12,75%).

17.5.3. Ценные бумаги коммерческих банков

Основными видами банковских ценных бумаг являются акции, облигации, депозитные и сберегательные сертификаты и векселя. До завершения чековой приватизации рынок банковских акций был наиболее ликвидным сегментом рынка корпоративных ценных бумаг. Это было связано с тем, что банки были лидерами на нарождающемся фондовом рынке. Они проводили активную политику по самокотиловке и рекламе собственных акций, демонстрировали непрерывный рост их курсов. Такая политика банков была возможна и правомерна в связи с их особым положением в кругу корпораций-эмитентов.

Банки не передавали ведение реестров акционеров независимым регистраторам, поскольку они подчиняются непосредственно Банку России, и на них не распространялись требования Указа Президента РФ «О защите прав акционеров*». Банки вели реестры самостоятельно, что позволяло администрации банков контролировать структуру акционерного капитала и облегчало самокотиловку акций. Их акции пользовались большим спросом у населения и предприятий. В 1990-1995 гг. банки проводили эмиссии ежегодно с целью привлечения дополнительного капитала и для выполнения нормативов ЦБ, в частности, соотношения собственных и заемных средств. Нередко акции размещались среди старых держателей.

После завершения чековой приватизации значение банковских акций стало падать. Однако самокотиловка банковских акций и ведение реестров банками-эмитентами сохраняются. Нередко под видом акций банки выпускают фактически облигации, так как они берут на себя обязательство выкупить свои акции по требованию инвестора и выплатить заранее определенные дивиденды. Оформление

выпуска фактически облигаций под видом акций дает преимущества, так как привлеченные средства записываются в балансе как собственные. В основном акции банков котировались вне биржи. Они менее спекулятивны, чем акции приватизированных предприятий, а дивиденды у них выше.

Держатели банковских **акций** предпочитали их не продавать, активность рынка снизилась. Торговля банковскими акциями поддерживалась за счет новых эмиссий. В 1995 г. в связи с развитием рынков ГКО и акций приватизированных предприятий объем сделок с банковскими ценными бумагами снизился, основной спрос предъявляли нерезиденты. Российские банки раньше других частных компаний начали размещать свои ценные бумаги за границей, крупнейшие банки выпустили АД Р. За 1996-1998 гг. российские банки и другие финансовые институты осуществили 13 эмиссий долговых ценных бумаг на общую сумму 2 млрд долл. на международном финансовом рынке.

Депозитные сертификаты и **векселя** банки, являясь одновременно эмитентами и инвесторами, выпускают для ускорения расчетов. Эти ценные бумаги можно передавать, они обращаются на рынке. Обмен долговыми обязательствами позволяет избежать задержки при перечислении средств между банками. Приобретение депозитных сертификатов и векселей означает для банка размещение временно свободных средств в виде краткосрочного банковского кредита. Доход по депозитным сертификатам и векселям облагается льготным налогом, их выпуск позволяет банкам снизить уровень выплаты процентов по сравнению с депозитами. Коммерческие банки имеют право выпуска депозитных и сберегательных сертификатов после регистрации условий их выпуска в территориальном отделении Банка России. Основное отличие депозитных сертификатов от сберегательных сертификатов заключается в их предназначении.

Депозитные сертификаты предназначены для юридических лиц, их срок обращения не может превышать 1 год; сберегательные сертификаты предназначены для физических лиц, их срок обращения — до 3 лет. Депозитные и сберегательные сертификаты представляют собой письменные свидетельства банка о внесении денежных средств. Они удостоверяют право владельца на получение установленной суммы депозита/вклада и процентов по истечении определенного срока. Если владелец сертификата продает право на депозит/вклад через сертификат и не снимает деньги со счета, он не теряет причитающихся ему процентов. Сертификаты используются только на территории страны выпуска, они могут передаваться другому лицу, но они не могут служить расчетным или платежным средством за проданные товары или услуги. Банк может предусмотреть возможность досрочного предъявления сертификата к оплате, в этом случае проценты выплачиваются по сниженной ставке.

Большое распространение в России получили векселя. Привлекательность векселя заключается в его безусловности, строгости взысканий по нему, возможности его использования в качестве инструмента коммерческого кредита, расчетного и доходного инструмента. Векселя эмитируются для привлечения инвестиций с целью получения дохода, кредитования, погашения задолженности, предоставления в качестве залога, дисконтирования, приобретения товаров и услуг с отсрочкой платежа и зачета выплат в бюджет. Собственные векселя банков включаются в расчет суммы обязательных резервов, подлежащих депонированию в ЦБ,

норматив отчисления которых в июле 2004 г. снизился до 3,5 %. При выдаче/эмиссии собственного векселя коммерческий банк может выступать:

- векселедателем простого векселя;
- акцептантом переводного векселя;
- одновременно векселедателем и акцептантом переводного векселя;
- векселедателем неакцептированного переводного векселя.

Эмитентов векселей привлекает относительно мягкое регулирование этого рынка. В частности, на этом рынке отсутствует необходимая обязательная регистрация выпуска векселей; вексельный рынок отличается низким налогообложением операций по сравнению с корпоративными облигациями и банковскими депозитами. Банковские векселя более надежны и ликвидны, чем векселя предприятий-должников. Банки широко используют векселя для расчетов, для возврата долгов. Банки осуществляют кредитование предприятий-должников с использованием векселей двумя способами: они выдают кредит на покупку своих векселей или дают векселя в кредит, которые используются для расчетов с кредиторами.

Вексельные кредиты способствуют погашению взаимной задолженности предприятий, проценты по подобным кредитам в 3-4 раза ниже, чем по обычным кредитам. Банки широко используют векселя для привлечения сравнительно дешевых средств. Поскольку выпуск векселей не требует регистрации, банки могут осуществлять широкомасштабное размещение и скупку собственных векселей. Преимущества банковских векселей перед другими финансовыми инструментами в докризисный период проявились в следующем:

- высокая доходность — в 1997 г. вложения в банковские векселя обеспечивали доходность в 400 % годовых в рублях и 30 % в иностранной валюте, что с учетом льготного налогообложения превышало доходность банковских депозитов;
- надежность — векселя крупных банков особенно надежны, если они выпущены синдикатами или обеспечены активами нескольких банков, взаимно страхующих свои обязательства;
- ликвидность — векселя многих банков достаточно ликвидны и предусматривают возможность досрочного погашения; если вексель досрочно не погашается, его можно продать на вторичном рынке;
- залоговая ценность — векселя принимаются в качестве обеспечения кредита не только в банке-эмитенте;
- льготное налогообложение.

К 2000-2001 гг. рынок векселей в основном восстановился и характеризовался ростом оборотов, увеличением срочности вексельных операций, стабильностью котировок, понижательным трендом доходности обращающихся векселей (11-13 % годовых в 2003-2004 гг.), что свидетельствует о повышении доверия к этому типу финансовых инструментов. Функциональные особенности векселей заключаются в том, что они используются в качестве доходного и расчетного инструмента. Доля расчетов векселями в общем объеме платежей по оплате продукции российской промышленности в январе 2001 г. составляла 7,2 %, что считается хорошим показателем.

Рынок векселей расширяется и в связи со снижением спекулятивной привлекательности других сегментов финансового рынка в результате плотного контроля со стороны властей. На вексельном рынке произошли существенные структурные и институциональные изменения, а именно:

- рост числа инструментов, обращающихся на вексельном рынке; стирание граней между финансовыми и расчетными векселями; появление ряда новых векселей;
- выход на рынок новых крупных эмитентов, большинство из которых составляют банки, осваивающие этот сектор финансового рынка;
- резкое снижение доли валютных векселей, что отражает повышательную динамику реального курса рубля и снижение привлекательности финансовых инструментов, деноминированных в иностранной валюте;
- рост оборотов по среднесрочным и долгосрочным инструментам;
- активное развитие внебиржевых вексельных торговых систем как варианта построения организованного вексельного рынка.

Доходность операций с векселями значительно снизилась в условиях сдерживаемой инфляции, роста банковской ликвидности, проведения ЦБ гибкой процентной политики. Сократился спред между доходностью векселей различной срочности, а также векселей и государственных ценных бумаг, что свидетельствует о снижении рисков по операциям с векселями. Связи между региональными вексельными рынками развиваются, региональные процентные ставки сближаются, но значительные разрывы в доходности векселей по регионам сохраняются.

В связи с оздоровлением ситуации в нефинансовом секторе экономики значимость векселей как платежного инструмента снижается. В то же время рыночный оборот векселей растет в результате замены низколиквидных векселей наиболее надежными и высоколиквидными финансовыми векселями ведущих эмитентов, что обеспечило рост рыночных оборотов векселей. Расширению вексельного рынка способствует и развитие электронной системы торговли векселями. Развитие инфраструктуры вексельного рынка сопровождается расширением спектра бумаг, обращающихся на рынке. Результатом этих процессов стал приток на рынок новых капиталов, а также заметный рост оборотов банковских операций с векселями.

Существенным недостатком рынка векселей остается слабое развитие организованных площадок по работе с векселями, а также незавершенность формирования общенационального вексельного рынка. Для дальнейшего развития вексельного рынка имеет значение принятое в октябре 2000 г. Положение «О порядке предоставления Банком России кредитов банкам, обеспеченным залогом и поручительствами». В частности, этот документ предусматривает предоставление кредитов Банка России под залог векселей успешно работающих предприятий реального сектора.

17.6. Рынок деривативов

17.6.1. Особенности российского рынка деривативов

В российских условиях развитие рынка производных инструментов (деривативов) особенно актуально ввиду нестабильности экономики, развитие которой

сопровождается высоким уровнем рисков на товарных и финансовых рынках. Основная функция рынка деривативов заключается в снижении рисков посредством их перераспределения между экономическими субъектами при обеспечении ликвидности и раскрытии цен. В современных российских условиях только биржевой рынок деривативов может предоставить систему гарантий, необходимую для привлечения инвесторов. В то же время развитие рынка деривативов таит в себе, как показывает мировой опыт, серьезную опасность развития в спекулятивный рынок.

В отличие от рынков развитых стран, где подавляющую часть оборота составляют контракты с абстрактной базой на фондовые индексы, в России преобладают фьючерсы с конкретной базой — на доллар США, ГКО, акции. Развитие российского рынка деривативов сопровождает развитие рынков базисных инструментов (иностранной валюты, государственных и корпоративных ценных бумаг) и взаимодействует с ними. Весь российский биржевой срочный рынок докризисного периода опирался на ограниченное число контрактов с конкретным базисным активом, что создавало опасность целенаправленного давления на рынок базисного актива.

Попытки ввода на рынок контрактов на агрегированные показатели рынка заканчивались неудачей. Это связано с особенностями российского рынка, где основными операторами являются спекулянты, предпочитающие простые, ликвидные и высокодоходные контракты. Российский рынок деривативов формировался в условиях практически полного отсутствия правовой базы, государственного регулирования, мониторинга рынка, ограниченных финансовых ресурсов организаторов рынка и других проблем. Деривативный рынок в России введен в правовое поле только в январе 2002 г., что зафиксировано в Налоговом кодексе. До этого сделки с деривативами находились за пределами закона и могли быть признаны «сделкой пари».

Российский рынок финансовых деривативов прошел два этапа — до и после кризиса 1998 г. В докризисный период происходили формирование и развитие биржевого и внебиржевого рынка производных финансовых инструментов; сформировались сегменты рынка деривативов на валюту, на государственные облигации, на акции. Считается, что российский рынок деривативов пережил период расцвета тогда, когда он функционировал исключительно как механизм обеспечения доступа иностранных инвесторов к рынку ГКО. Объем срочного валютного рынка в 1998 г. доходил до 1,5 млрд долл. в день.

Августовский валютно-финансовый кризис 1998 г. обрушил едва нарождавшийся деривативный рынок России. Сформировавшийся в 1992–1998 гг. рынок деривативов потерпел неудачу по многим причинам общеэкономического внешнего по отношению к рынку характера, а также по внутренним причинам, относящимся к финансовому рынку и его сегменту. Среди этих причин можно выделить наиболее важные.

1. Незрелость рыночных отношений в России, узость и изолированность финансовых рынков.
2. Недостаточное осознание необходимости развития и регулирования рынка, его места в формирующейся рыночной экономике России. Отсюда хаотичность развития, отсутствие нормативной базы и надзора за рынком, низкий

уровень риск-менеджмента, отсутствие ряда основных рыночных и инфраструктурных условий существования рынка стандартных биржевых контрактов.

3. Неразвитость рынка базисных активов, а именно — отсутствие организованных товарных рынков энергоносителей, сельхозпродукции и металлов; жесткое регулирование валютного рынка, слишком небольшой рынок государственных и корпоративных ценных бумаг.
4. Отсутствие целостной нормативной базы. Понятие «производная ценная бумага» отсутствовало, добросовестные участники рынка были лишены исковой защиты. Не было единой системы государственного регулирования рынка. Основные регулирующие организации (МАП, ФКЦБ, ЦБ РФ) не разделили сфер компетенции.
5. Система налогообложения физических лиц на срочном рынке отсутствовала.
6. Не было надежных отечественных клиринговых банков, которым потенциальные инвесторы могли бы доверить свои залоговые средства. Слабость банковской системы затрудняла предоставление биржам крупных кредитных линий на случай чрезвычайных обстоятельств.
7. Биржевой рынок деривативов в России был преимущественно спекулятивным. Культура финансового менеджмента, предусматривающая страхование части рисков с помощью биржевых и внебиржевых финансовых контрактов, не была развита.

17.6.2. Биржевая и внебиржевая торговля деривативами в 1992-1998 гг.

Биржевая торговля срочными контрактами зародилась в России в октябре 1992 г., когда на МТБ открылась фьючерсная секция, и она начала регулярную торговлю фьючерсами на доллар США и валютными опционами. Затем были запущены регулярные электронные торги на МЦФБ; с июня 1995 г. крупной торговой площадкой на биржевом российском рынке деривативов стала Российская биржа (РБ). Фьючерсные биржи были созданы в Санкт-Петербурге, в Новосибирске. Помимо фьючерсов на биржах были запущены торги стандартными контрактами на ГКО и акции российских предприятий.

В сентябре 1996 г. крупной торговой площадкой на рынке фьючерсов стала ММВБ, начавшая торги фьючерсами на доллар США, а затем и фьючерсами на корпоративные бумаги и фондовый индекс. Среднедневной оборот биржевого рынка стандартных контрактов ММВБ в июне 1998 г. достигал 120 млн долл., объем открытых позиций приблизился к 1 млрд долл.

Внебиржевой рынок форвардных контрактов в основном служил для хеджирования рисков нерезидентов на рынке ГКО/ОФЗ. Большинство форвардных контрактов относились к числу беспостановочных с исполнением путем выплаты разницы между контрактной ценой и курсом доллара на дату исполнения, сложившимся на «фиксинге» ММВБ. Объем форвардных позиций летом 1997 г. оценивался в 30-35 млрд долл. Объем обязательств по форвардным контрактам стал чрезмерным и превратился в фактор риска для всей банковской системы.

После августа 1998 г. этот фактор в числе прочих привел к системному банковскому кризису, когда падение курса рубля вынудило банки к исполнению своих обязательств со значительными убытками. В результате произошли полное свертывание операций на форвардном рынке и резкое увеличение объема операций с фьючерсами на доллар США на ММВБ после допуска инвесторов-нерезидентов на рынок. Большая часть обязательств по форвардным контрактам осталась нерегулированной.

17.6.3. Рынки деривативов на валюту и ценные бумаги

Рынок валютных деривативов в России возник как биржевой фьючерсный рынок на доллар США. Первые торги валютными фьючерсами на доллар состоялись 21 октября 1992 г. на Московской товарной бирже. С 1996 г. регулярные фьючерсные торги осуществлялись на 15 биржах в Москве, Санкт-Петербурге, Воронеже, Омске, Самаре. В 1993-1996 гг. 98 % оборота на фьючерсном рынке составляли контракты на доллар США, остальные 2 % — с товарными фьючерсами. В январе 1995 г. дневной оборот рынка валютных фьючерсов приблизился к обороту валютного рынка на ММВБ. Биржевой рынок фьючерсных контрактов отличался чрезвычайной волатильностью, несовершенством налогового законодательства. Из-за высокой ценовой динамики фьючерсов хеджерам приходилось вносить крупную вариационную маржу для поддержания своих позиций, поэтому они предпочитали работать на внебиржевом рынке форвардных контрактов.

Опционные валютные контракты не получили широкого распространения в России. Первым контрактом стал опцион на курс доллар/рубли, введенный в декабре 1992 г.; в 1994 г. появились опционы на валютный фьючерсный контракт. Развитию срочного валютного рынка способствовали развитый рынок наличной валюты и волатильность валютного курса. В роли хеджеров выступали банки, финансовые компании и их клиенты. В роли спекулянтов — все участники рынка, вплоть до физических лиц. Банки обеспечивали 70-80 % оборота фьючерсной торговли. С введением валютного коридора в сентябре 1995 г. волатильность валютного курса снизилась. В связи с этим количество контрактов на валютные деривативы резко сократилось.

Развитие рынка деривативов на ценные бумаги связано с введением в обращение контрактов, базисным активом для которых стали бескупонные ГКО. Политическая и экономическая нестабильность в стране способствовала высокой волатильности рынка ГКО, которая выразилась в резком колебании рыночных цен в сторону их повышения. Это привлекло на рынок производных ценных бумаг как спекулянтов, так и хеджеров. Благодаря высокой доходности ГКО на этом рынке появилось много мелких и средних инвесторов. В первом квартале 1996 г. обороты торгов на фьючерсы ГКО росли высокими темпами, с марта цены на базисный актив стали резко снижаться.

Пик рынка фьючерсов на ГКО пришелся на весну 1997 г. после обвала котировок на базисный актив. Под влиянием снижения доходности ГКО рынок фьючерсов сократился, а к лету 1997 г. он фактически исчез. В ноябре 1995 г. появился опцион на фьючерсный контракт на облигации государственного сберегательно-го займа (ОГСЗ); в апреле 1996 г. началась торговля опционом на фьючерсный

контракт на индекс доходности купона ОФЗ; в мае 1996 г. были введены опционы на фьючерсы на ГКО.

Возникновение рынка деривативов на акции было обусловлено приватизацией государственных предприятий, появлением открытых акционерных обществ, выпускающих акции. С 1996 г. рынок фьючерсов на корпоративные ценные бумаги стал заметным сегментом российского рынка производных ценных бумаг. Базой для этого рынка послужил рынок акций крупных эмитентов НК «ЛУКОЙЛ», РАО «ЕЭС России» и др. Первые торги контрактами на акции состоялись в сентябре 1996 г. Фьючерсные контракты на российские «голубые фишки» были активно восприняты рынком. В апреле 1997 г. оборот фьючерсного отделения РБ превысил 1 млрд долл., из которых 90 % составляли контракты на акции НК «ЛУКОЙЛ», АО «Мосэнерго», РАО «ЕЭС России», АО «Ростелеком».

17.6.4. Российский рынок деривативов в посткризисный период

После дефолта 1998 г. российский рынок деривативов практически прекратил свое существование. Внебиржевой рынок деривативов в силу большого объема неурегулированных обязательств долго оставался парализованным. Биржевой рынок срочных контрактов начал восстанавливаться с конца 1999 г. В посткризисный период сначала существенных успехов на рынке деривативов добилась Фондовая биржа Санкт-Петербурга. Ей удалось сформировать ликвидный рынок фьючерсных контрактов на акции РАО «ЕЭС России», который остается лидером на российском рынке стандартных контрактов. На этой бирже также торгуются фьючерсные контракты на акции РАО «Газпром», ОАО «Сургутнефтегаз».

На ММВБ фьючерсные торги возобновились 17 ноября 2000 г. после более чем двухлетнего перерыва. На бирже торгуются фьючерсы и опционы на доллар и евро. Валютный рынок жестко регулируется, колебания курсов валют корректируются ЦБ РФ. В суммарном обороте биржевого рынка деривативов доля валютных инструментов увеличилась до 40 % в декабре 2000 г. На ММВБ запущены торги 1-, 2-, 3-месячными расчетными фьючерсными контрактами на курс доллара США; вводится долгосрочное хеджирование на 6-12 месяцев. В 2002 г. ММВБ получила лицензию Федеральной комиссии по ценным бумагам (ФКЦБ) на проведение срочных сделок с ценными бумагами.

В апреле 2002 г. ММВБ объявила о своей готовности начать торги по фьючерсам на акции РАО «ЕЭС России», НК «ЛУКОЙЛ», ОАО «Сургутнефтегаз», а также на фондовый индекс ММВБ-10. Биржа намерена подписать соглашения с потенциальными участниками торгов. Залоговое обеспечение на ММВБ принимается только в денежной форме и должно покрывать максимально возможный убыток участника по открытым контрактам, могущий возникнуть за два торговых дня.

С осени 2001 г. РТС запустила систему *FORTS (Futures & Options on RTS)*, которая представляет собой интегрированный рынок по торговле срочными контрактами на фондовые активы и индексы. Через 5 месяцев объем торгов в этой системе превысил объем торгов на основном рынке РТС. На *FORTS* проходят торги по 6 фьючерсным контрактам и 2 опционам.

В 2000-2001 гг. номенклатура торгуемых инструментов на российском рынке деривативов расширилась. На ряде бирж были введены в обращение фьючерс-

ные контракты на акции ОАО «Сургутнефтегаз», на Санкт-Петербургской валютной бирже обращаются обновляемые 10-дневные фьючерсы на доллар США, акции РАО «Газпром» и РАО «ЕЭС России». На ведущих биржах возобновились торги традиционными валютными фьючерсными контрактами. Расширение номенклатуры инструментов сопровождается увеличением набора используемых сроков контрактов с тенденцией к удлинению сроков.

Основные недостатки рынка деривативов сохраняются. Это все еще ограниченный набор инструментов по сравнению с мировым набором, ограниченный срок обращения производных финансовых инструментов, недостаточный уровень развития законодательной базы, отсутствие единого регулятора срочного рынка, неразработанность механизма разрешения спорных ситуаций по беспоставочным срочным сделкам и др. Тем не менее появились и обнадеживающие факты, позволяющие оптимистично оценивать будущее деривативного рынка в России.

Началась активная деятельность законодательных и регулирующих органов по разработке и принятию важных нормативных положений финансового рынка, в частности приняты Федеральный закон «О биржах и биржевой деятельности», Положение ЦБ РФ «О требованиях к операциям, связанным с совершением срочных сделок на рынке ценных бумаг» от 27 апреля 2001 г., утвержденное ФКЦБ РФ; в 2003 г. вступила в силу новая редакция Закона «О рынке ценных бумаг»; приняты поправки в Закон «О налоге на операции с ценными бумагами».

Введение в правовое поле сделки хеджирования в январе 2002 г. должно способствовать дальнейшему развитию деривативного рынка. Отныне для хеджирования рисков можно эффективно (с налоговой точки зрения) использовать производные финансовые инструменты. Сделками хеджирования могут быть признаны и те сделки, которые признаются таковыми по законодательству иностранных государств. Налоговый кодекс определяет операцию хеджирования и особенности налогообложения такой операции. Согласно Налоговому кодексу:

- операция хеджирования — это финансовый инструмент срочной сделки, срочный контракт, производный инструмент, которые направлены на компенсацию возможных убытков либо страхуют недополучение прибыли. Объектом хеджирования могут быть активы, обязательства и денежные потоки;
- бремя доказательства того, что сделка является хеджированием или просто финансовым инструментом срочной сделки, лежит на налогоплательщике. Налогоплательщик каждый раз, когда заключает сделку хеджирования, должен представить расчет, подтверждающий ее хеджинговый характер;
- Налоговый кодекс делает возможным взаимозачет финансового результата по сделке хеджирования с финансовым результатом от операции с объектом хеджирования. По другим внебиржевым срочным сделкам возможности взаимозачета между различными налоговыми базами ограничены;
- метод начисления для внебиржевых контрактов предполагает налогообложение переоценки их стоимости на конец каждого отчетного периода. В связи с этим, если период сделки хеджирования достаточно большой и операции с объектом хеджирования в течение этого периода не проводятся, то результат

по этим операциям будет возникать для целей налогообложения раньше, чем результат операции с объектом хеджирования;

- » список расходов, связанных со сделками хеджирования, открытый. Это дает возможность уменьшать налоговую базу по сделкам хеджирования на величину всех подтвержденных и обоснованных расходов, связанных с проведением таких сделок.

В России появляются признаки оживления внебиржевого деривативного рынка. Маркст-мэйкером внебиржевого рынка становится Альфа-банк. В связи с тем что в России наконец признаны сделки хеджирования, возможны изменения в поведении российских компаний. Незрелость рынка товарных деривативов тормозит развитие рынка финансовых производных инструментов. Это связано с тем, что крупные российские экспортеры по капиталу гораздо солиднее крупных российских банков, и они хеджируются на Западе. Мелкие экспортеры не хеджируют контракты, а просто закладывают риски в изначальную цену контракта.

Торговля контрактами на российские активы происходит и на зарубежных биржах, но пока достаточно вяло. Это связано с удаленностью торговых площадок, трудностями легального использования зарубежных контрактов российскими резидентами, дороговизной контрактов (большая маржа). В 2000 г. были снижены вдвое требования по начальной марже для возрождения рублевой торговли, но все закончилось единичными сделками. Несмотря на снижение вдвое, начальная маржа составляет 17 %, что почти в 10 раз больше, чем по евро и английскому фунту стерлингов. Другим заметным зарубежным контрактом (Венская биржа) является контракт на *RTX* — индекс 8 «голубых фишек», торгуемых в Российской торговой системе. Контракт дорогой, начальная маржа составляет 30 %.

Выводы

1. Круг надежных эмитентов и заемщиков на российском финансовом рынке слишком узок, и этот рынок отличается низким уровнем капитализации. Он все еще представляет собой скорее замкнутую систему финансовых операций его участников, чем механизм перераспределения капиталов.
2. Главной чертой российского финансового рынка в посткризисный период является сохранение асинхронности развития его отдельных секторов. Одни сектора уже в основном завершили стадию восстановления и сохраняют некоторую стабильность, другие продолжают восстанавливаться.
3. Развитие финансового рынка все более опирается на динамику реального сектора российской экономики. Он стал менее зависимым от мирового финансового рынка по сравнению с докризисным периодом.
4. Валютная политика России формируется с конца 1980-х гг. Единый валютный курс рубля стал использоваться по текущим и капитальным операциям с 1992 г. Курсовая политика ЦБ РФ на протяжении 1992-1998 гг. претерпела существенные изменения. С 1999 г. валютный курс рубля определяется на базе рыночных механизмов, а интервенции ЦБ проводятся с учетом макро-

экономической политики и только для сглаживания резких колебаний валютного курса.

5. Возникновение и становление российского валютного рынка связаны с развитием биржевой торговли иностранной валютой. В России функционируют около десятка зарегистрированных валютных бирж, среди которых лидером является Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ). Валютный курс рубля определяется по средневзвешенному курсу валютных операций ММВБ на 11.30 утра.
6. Межбанковский (внебиржевой) валютный рынок действует с 1993 г. В отличие от биржевого рынка он менее прозрачен и организован, слабо предсказуем и управляем. Внебиржевой валютный рынок отличается динамизмом и оперативностью в расчетах, относительной дешевизной и высоким риском. Он аккумулирует крупные объемы валютного спроса/предложения; на этом рынке преобладают операторы, предпочитающие прямые конверсионные сделки.
7. Банковский сектор России начал формироваться с конца 1980-х гг.; к 1996 г. он окреп, в нем выделились 20-30 системообразующих банков, через которые проходили основные расчеты по внешнеэкономической деятельности. В ходе кризиса 1998 г. фундамент банковской системы был разрушен; банки потеряли ликвидность и фактически находились в состоянии дефолта.
8. К началу 2001 г. была закреплена и получила развитие тенденция к восстановлению банковской системы. Осуществляется реформирование банковского сектора РФ на основе Стратегии его развития, принятой в декабре 2001 г. и направленной на повышение его эффективности и укрепление роли в экономике.
9. Определены основные цели дальнейшего развития банковского сектора, важнейшими из которых являются укрепление его устойчивости, исключая возможность возникновения системных банковских кризисов, и повышение качества функций по аккумулированию денежных средств населения, предприятий и их трансформация в кредиты и инвестиции.
10. Иностранный капитал участвует в российском банковском бизнесе посредством инвестиций в акционерный капитал, предоставления трансграничных банковских услуг российской экономике, заимствований российских банков на международном кредитном рынке.
11. Среди государственных ценных бумаг наибольшее распространение получили государственные краткосрочные обязательства (ГКО) и облигации федерального займа (ОФЗ), которые выпускаются Минфином РФ в бездокументарной электронной форме в виде записей на счетах «депо» клиента в депозитарной системе.
12. Исполнительные органы власти субъектов РФ и местного самоуправления выпускают именные и предъявительские ценные бумаги в документарной и бездокументарной форме, которые распространяются методом публичного или частного размещения и предназначены для покрытия бюджетного дефицита и финансирования текущих расходов или под исполнение конкретного инвестиционного проекта.
13. Российские государственные эмитенты заимствуют на международном кредитном рынке посредством выпуска облигаций в различных валютах через

синдикаты иностранных банков, что обходится дешевле, чем заимствования на внутреннем рынке, но обусловлено получением соответствующего кредитного рейтинга.

14. На российском рынке обращаются акции предприятий, коммерческих банков, страховых компаний, пенсионных фондов, среди которых наиболее активно торгуются акции высокодоходных компаний (так называемые голубые фишки) в области нефтедобычи, электроэнергетики, телекоммуникаций, металлургии, транспорта и некоторых других.
15. Российские корпоративные эмитенты получают доступ к иностранным ресурсам через механизм эмиссии депозитарных расписок, который позволяет внутренние акции конвертировать в глобальные или иностранные акции.
16. Рынок корпоративных облигаций становится важным источником финансирования реального сектора российской экономики; однако его дальнейшее развитие сдерживается недостаточной информационной прозрачностью хозяйственной деятельности и финансового положения эмитентов, ограниченным кругом высоконадежных эмитентов,
17. Российские коммерческие банки выпускают различные ценные бумаги, в том числе акции, облигации, депозитные и сберегательные сертификаты, векселя; некоторые из них размещают свои ценные бумаги на международных рынках.
18. В российских условиях развитие рынка деривативов особенно актуально ввиду нестабильности экономики, развитие которой сопровождается высоким уровнем рисков на товарных и финансовых рынках. В отличие от рынков развитых стран, где подавляющую часть оборота составляют контракты с абстрактной базой на фондовые индексы, в России преобладают фьючерсы с конкретной базой — на доллар США, ГКО, акции. Развитие российского рынка деривативов сопровождает развитие рынков базисных инструментов и взаимодействует с ними.

Термины и понятия

Инвестиционный кредитный рейтинг; долларизация экономики; дюрация ценных бумаг; цена отсечения.

Вопросы и задания для самопроверки

1. Каковы основные задачи российского финансового рынка?
2. Какой кредитный рейтинг получила Россия и что это значит?
3. Как определяется обменный курс рубля и какие факторы воздействуют на его динамику?
4. Как осуществляется торговля иностранной валютой в России?
5. Какие срочные сделки осуществляются на российском валютном рынке?
6. Что такое системообразующие российские банки, каковы их функции, что с ними произошло в 1998 г.?

7. Каковы особенности концентрации и централизации банковской системы России?
8. Какова роль банков в кредитовании реального сектора экономики?
9. Какими способами осуществляется участие иностранного капитала в российской банковской деятельности и какие показатели характеризуют степень его участия?
10. Какие ценные бумаги обращаются на российском рынке?
11. В чем заключаются целевое назначение и преимущество государственных ценных бумаг?
12. Каков порядок выпуска и обращения ГКО и ОФЗ?
13. Какими преимуществами обладает первичный дилер на российском рынке?
14. Каково происхождение облигаций внутреннего государственного валютного займа (ОВГВЗ) и кто является их держателями?
15. Каковы условия выхода российских эмитентов на международный рынок облигаций?
16. В чем заключаются особенности российского корпоративного рынка ценных бумаг?
17. Каким образом акции российские компаний поступают на международный рынок?
18. Какие ценные бумаги выпускают российские коммерческие банки?
19. Чем объясняется популярность векселей в России?
20. Каковы особенности российского рынка деривативов?
21. Какие производные финансовые инструменты получили распространение в России?

Литература

1. Берников А. В. Иностранные банки в России: дочерние учреждения или филиалы? // Деньги и кредит, 2004. — № 6.
2. Королев И. С. К вопросу о либерализации валютного рынка // Внешнеэкономический бюллетень, 2001. — № 6.
3. Летягин О. В. Роль производных финансовых инструментов в оптимизации условий привлечения внешних финансовых ресурсов // Деньги и кредит, 2002. — № 2.
4. Миркин Я. М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. — М.: Альпина Паблишер, 2002.
5. Мировой фондовый рынок и интересы России / Отв. ред. д. э. н. Д. В. Смыслов. — М.: ИМЭМО РАН, 2003.
6. Морозов В. В. Срочный рынок в России // Внешнеэкономический бюллетень, 2002. — № 11.
7. О направлениях развития российского финансового рынка // МЭ и МО, 2004. — № 3.
8. Усоскин В. М. Секьюритизация активов // Деньги и кредит, 2002. — № 5.

9. *Чекмарева Е. И., Лакшина О. А., Меркурьев И. Л.* Финансовый рынок и политика денежных властей // Деньги и кредит, 2003- — № 7.
10. *Чекмарева Е., Лакшина О. А., Меркурьев И. Л.* Финансовый рынок и экономический рост // Деньги и кредит, 2004. — № 8.
11. *Шавшуков В. М.* Формирование российского сегмента глобальных финансов, - СПб.: Изд-во С.-Петербургского университета, 2001.
12. *Шадашов В. П.* Новые правила обязательной продажи валютной выручки // Внешнеэкономический бюллетень, 2004. - № 7.

Глоссарий

Акция — ценная бумага без установленного срока обращения и без долговых обязательств, удостоверяющая право ее владельца на долю в акционерном капитале компании, а также из пропорциональную часть прибыли и на остатки активов при ликвидации компании; выпускается эмитентом с целью получения дополнительных финансовых ресурсов и приобретается инвестором для получения дохода в виде дивиденда или/и за счет роста курсовой стоимости акции.

Альтернативный рынок (регулируемый рынок, новый рынок) — это параллельные рынки акций, имеющих биржевую котировку, но менее ликвидных, чем акции основного списка.

Американская депозитарная расписка (АДР) — свободно обращающаяся расписка (зарегистрированный сертификат), выпущенная американским банком на акции иностранных компаний, депонированные в американском банке; дает владельцам те же права на дивиденды и прирост капитала, что и сама акция, котируется в долларах на биржах и внебиржевом рынке.

Амортизация — постепенное погашение кредита по определенному графику равными частями.

Арбитраж — покупка и немедленная продажа равноценных одинаковых финансовых активов на различных рынках с целью получения гарантированной прибыли на основе разницы в их цене; на рынках иностранной валюты означает использование ценовых различий валют для получения безрискового дохода; бывает двух типов — арбитраж финансовых центров и арбитраж валют.

Базовый статус (*benchmark status*), его наличие позволяет определять условия доходности на определенном рынке и продавать свои ценные бумаги с более низкими издержками. Показатели ценной бумаги со статусом бенчмарк являются базовыми для определения доходности на данном сегменте рынка, т. е. на рынке ценных бумаг с аналогичным сроком погашения. Ценные бумаги со статусом бенчмарк обладают высокой конкурентоспособностью из-за низкой цены.

Банк-андеррайтер — банк — участник синдицированного кредита, подписавшийся на определенную его часть.

Банк-корреспондент — банк, расположенный в другой стране по отношению к банку-клиенту, который имеет в корреспондентском банке беспроцентный счет и выплачивает ему гонорар за оказываемые услуги.

Бенчмарк (*benchmark*) — базовый статус, индикатор рынка.

Бонды — долговые ценные бумаги на предъявителя со сроком погашения свыше 1 года, эмитируются правительствами, другими государственными институтами и частными корпорациями.

Брейди-бонды — облигации развивающихся стран, заменившие банковские долговые требования (вторичный банковский рынок).

Брокер — посредник в операциях с валютой, ценными бумагами, товарами, недвижимостью, в страховании, а также при заключении различных соглашений; посредничает между покупателем и продавцом за определенное вознаграждение; может заключать сделку от своего имени, но за счет клиента.

Бюджетозаменяющие кредиты — кредиты на покрытие дефицита бюджета.

Валюта — любой платежный документ или денежное обязательство, выраженное в той или иной национальной денежной единице и используемое во внутренних и международных расчетах.

Валютный курс спот — базовый курс валютного рынка, курс соотношения спроса/предложения; ставка обмена двух валют с немедленной поставкой (в течение двух рабочих дней).

Валютный риск означает возможность одной из сторон в финансовой, кредитной или торговой сделке понести убытки в связи с изменениями паритета, курса, покупательной способности валюты контракта или с введением валютного контроля.

Валютный рынок — рынок иностранной валюты, на котором отдельные лица, фирмы, банки и другие институты обменивают валюту одной страны на валюту другой страны посредством покупки/продажи финансовых активов, выраженных в иностранной валюте; рынок краткосрочного капитала, обеспечивающий проведение международных финансовых операций.

Варрант — дает право на покупку дополнительных облигаций или акций заемщика по фиксированной цене.

Вашингтонский консенсус — принципы экономических реформ в странах-должниках с платежными трудностями, направленные на макроэкономическую стабилизацию, системно-структурные преобразования, либерализацию и дерегулирование национальной экономики и внешнеэкономической деятельности.

Взаимный фонд — портфель акций, облигаций или других активов, приобретенный от имени группы инвесторов, управление которым осуществляется профессиональной инвестиционной компанией или другим финансовым институтом.

Внешняя задолженность (внешний долг) — долги нерезидентам.

Внутренние финансы — используются резидентами в экономических отношениях с другими резидентами. Сумма внутренних финансов всех стран мира образует мировые внутренние финансы.

Волатильность (неустойчивость, изменчивость) — широко используемый критерий степени риска активов, связанный с диапазоном ожидаемых ставок доходности и их вероятностью.

ГКО — государственные краткосрочные облигации, выпускаются в бездокументарной электронной форме, в виде записей на счетах «депо» клиента в депозитар-

ной системе; эмиссия осуществляется отдельными выпусками 1 раз в неделю на биржевом рынке (ММВБ).

Глобализация — процесс развития мировой экономики, направленный на формирование единого мирового экономического пространства и интегрированного мирового хозяйства; качественно новый этап интернационализации хозяйственной жизни; характеризуемый открытостью рынков товаров, услуг и факторов производства, высоким уровнем взаимозависимости национальных экономик, интеграцией и диверсификацией международных рынков капитала, масштабностью финансовых потоков.

Глобальные (мировые) финансы — совокупность внутренних и международных финансов.

Государственные ценные бумаги — долговые ценные бумаги, эмитированные центральным правительством и другими органами власти.

Грант-элемент — определяет уровень льготности заимствований; показывает, какую часть платежей в счет погашения долга недополучит кредитор, предоставивший заем (кредит, ссуду) на концессионных (льготных) условиях.

Делатель рынка (market maker) — участник финансового рынка (валюты, ценных бумаг), который постоянно котирует цены продавца и покупателя и вступает по ним в сделки по одному или нескольким финансовым инструментам за свой счет или за счет своих клиентов.

Денежный рынок — рынок, на котором обращаются краткосрочные долговые обязательства (со сроком погашения менее 1 года).

Депозиты до востребования — бессрочные вклады банковских дилеров в иностранной валюте в финансовых центрах, где эти валюты являются внутренними; средства, используемые в торговле между банками, работающими на валютном рынке.

Деривативы финансовые — производные финансовые инструменты, доходы по которым определяются в соответствии с ценами на базисные активы (валюты, ценные бумаги, кредиты), которые они представляют. Свободно торгуемые деривативы представляют собой стандартизированные продукты, торгуемые на организованных площадках (биржах); договорные деривативы ОТС представляют собой двусторонние контракты, торгуемые во внебиржевом секторе.

Дефицитная экономика — национальная экономика с хроническим дефицитом по текущему платежному балансу, функционирующая за счет компенсационного внешнего финансирования.

Дефицитное финансирование развития — означает допущение дефицитного бюджета в целях развития.

Дефолт — отказ страны-должника от обязательств по обслуживанию внешнего долга.

Дивиденд — распределяемая между акционерами часть прибыли компании — эмитента акций после уплаты налогов.

Дивидендная доходность — текущая доходность акции, измеряемая отношением дивидендов в годовом исчислении к текущей рыночной цене акции в процентах.

Дилер — (1) компания или физическое лицо, которое оперирует на бирже (рынке) за собственный счет как принципал; (2) сотрудник банка, специализирующийся на проведении конверсионных, депозитных и других операций на финансовых рынках; (3) оптовый покупатель товаров и услуг для розничной перепродажи потребителям.

Длинная позиция — термин, используемый в финансовых контрактах для отображения позиции покупателя.

Догоняющее развитие — экономическая стратегия, направленная на преодоление отставания в уровнях социально-экономического развития от стран-лидеров.

Долговая нагрузка — показывает степень посильности долговых обязательств; определяется отношением внешнего долга (1) к ВВП (ВД/ВВП), (2) к доходам от экспорта товаров и услуг (ВД/ЭТУ), отношением (3) платежей по обслуживанию внешнего долга к экспорту товаров и услуг (ОВД/ЭТУ), (4) к госбюджету (ОВД/ГБ).

Долговая петля — ситуация, когда новые внешние заимствования используются большей частью на погашение ранее полученных кредитных средств.

Долговое обязательство по внешним заимствованиям — обязательство по своевременному текущему обслуживанию долга посредством выплаты амортизации и процентов и окончательному погашению в согласованный срок.

Долговые инициативы для бедных стран с чрезмерной задолженностью (ШРС) — инициативы, разработанные в 1996 г. совместно МВФ и Всемирным банком, реализуются с 1999 г. Действия международного финансового сообщества, включая многосторонние институты, направленные на оказание помощи бедным странам, для которых традиционные механизмы облегчения долга оказались недостаточными, в достижении посильного долга; предполагают принятие странами-реципиентами серьезных усилий для снижения уровня бедности, улучшения здравоохранения, начального образования и т. п. и обязательств кредиторов по нормализации долговой ситуации в этих странах.

Должник (чистый) — страна-заемщик, имеющая превышение обязательств по внешним заимствованиям над долговыми требованиями к другим государствам.

Долларизация — использование доллара США в стране с другой национальной валютой в качестве средства обращения, единицы расчета и сбережения.

Дочерняя компания (subsidiaries) — компания с участием в капитале и долей в общей прибыли банка более 5 %; является полной или преобладающей собственностью головного (материнского) банка, который владеет контрольным пакетом акций дочернего банка (свыше 50 %); руководство дочерней компанией назначается материнской компанией.

Другие официальные финансовые потоки (другие ОФР) — официальные потоки в целях развития, не входящие в официальную помощь развитию. Двусторонние другие ОФР включают в основном рефинансирование займов и капитализацию процентов в соглашениях о реструктуризации долгов.

Дюрация — срок обращения ценной бумаги или погашения кредита.

Евро — единая валюта стран-членов европейской валютной системы (еврозоны).

Евробанк — банк-нерезидент (оффшорный), расположенный в международном финансовом или оффшорном банковском центре, не подчиняется национальному регулированию, не имеет резервных требований, потолка для процентных ставок и страховки депозитов, свободен от национальных налогов.

Евровалютные рынки — банковские рынки краткосрочных займов и депозитов, где международные банки осуществляют краткосрочное депонирование, кредитование, заимствование в оффшорных евровалютах; рынки оптовые и международные по валюте, по размещению, по механизмам осуществления сделок.

Евровалюта — любая свободно конвертируемая валюта, депонированная в банке за пределами страны эмиссии валюты и не подлежащая юрисдикции страны происхождения валюты.

Евродепозитный сертификат — эмитированный евровалютным банком инструмент на предъявителя торгуется на вторичном рынке; бывают депозитные сертификаты типа тэп, транш и ролл-овер.

Евроклир (Euroclear) — клиринговый центр по торговле еврооблигациями.

Закон единой цены — гласит, что на конкурентном рынке уровни рыночных цен на идентичные активы должны быть одинаковыми.

Залог — активы, выступающие гарантией выполнения долговых обязательств.

Золотой стандарт — международная валютная система, основанная на официальном закреплении золотого содержания в единице национальной валюты с обязательством центральных банков свободно покупать и продавать национальную валюту в обмен на золото.

Избыточный капитал — означает снижение дохода на капитал.

Импортзамещающая индустриализация — политика, направленная на развитие и защиту отраслей и производств, заменяющих импорт и ориентированных на внутренний рынок.

Инвестиционная позиция (чистая) — баланс внутренних инвестиций и сбережений, к ВВП в %.

Иностранные (зарубежные) облигации — облигации, эмитированные заемщиком на внутреннем рынке другой страны в местной валюте; размещение осуществляет местный синдикат на условиях подписки (андеррайтинга).

Иностранный банковский кредит — предоставляется материнским (головным) банком или его зарубежными подразделениями в валюте страны происхождения банка.

Институционально-структурные преобразования — включают разгосударствление, ослабление вмешательства государства в экономику, либерализацию внешнеэкономической деятельности, открытие рынков и другие мероприятия, направленные на формирование конкурентоспособной экономики.

Институциональные инвесторы — учреждения коллективного инвестирования, осуществляют функции финансовых посредников, аккумулируя и размещая средства населения; к ним относятся инвестиционные компании и фонды, пенсионные фонды, страховые компании, венчурные фонды, взаимные фонды, хедж-фонды и др.

Интернационализация экономики — усиление взаимозависимости национальных экономик посредством развития мирохозяйственных связей и включения в мировое хозяйство.

Капитализация рынка акций — совокупная курсовая стоимость акций компаний, имеющих регулярную котировку или обращающихся на рынке.

Классификация стран по уровню развития — страны с низким уровнем развития — до 726 долл. ВВП на душу населения; с уровнем развития ниже среднего — от 726 до 2995 долл. ВВП на душу населения; с уровнем развития выше среднего — от 2995 до 9265 долл. ВВП на душу населения; с высоким уровнем развития — от 9265 долл. ВВП на душу населения.

Клиринг — обоюдное беспроцентное кредитование, осуществляемое на основе открытия взаимных клиринговых счетов; образующееся сальдо покрывается свободно конвертируемой валютой или золотом.

Комитет по оказанию помощи развитию ОЭСР — создан в 1960 г., включает 21 страну и Комиссию ЕС.

Коммерческие бумаги — представляют собой краткосрочные платежные необеспеченные обязательства, выпускаемые компаниями с высоким кредитным рейтингом для финансирования текущих расходов.

Конверсия долгов — свопы долгов в акции приватизируемых предприятий, в сохранение окружающей среды, в фонды материнства, детства и т. п.

Конвертируемость валюты — свободный обмен национальной валюты на иностранную валюту и ее использование в сделках с реальными и финансовыми активами.

Концессионное переоформление (*rescheduling*) долга — связано с частичным снижением долга. Такие условия предоставляются странам с низким доходом и чрезмерной задолженностью. По Торонтским условиям, действующим с октября 1988 г., предусматривается снижение внешнего долга до 'Д'; по Лондонским условиям (с декабря 1991 г.) — до $\frac{1}{3}$; по условиям Неаполя (с января 1995 г.) — до $\frac{2}{3}$; по Лионским условиям (с ноября 1996 г.) — до 80 %; по Кельнским условиям (с ноября 1999 г.) — до 90 % чистой стоимости долга.

Короткая позиция — термин, используемый в финансовых контрактах для описания позиции продавца.

Корпоративные ценные бумаги — долговые и долевы (акции) ценные бумаги, эмитированные финансовыми и нефинансовыми корпорациями.

Коэффициент цена/прибыль — отношение рыночной цены акции к получаемой от нее прибыли после вычета налога.

Кредит стэнд-бай — резервный (гарантийный) кредит, при необходимости может быть получен в течение оговоренного срока.

Кредитная позиция (чистая) — соотношение требований (активов) и обязательств (пассивов) по международным инвестициям.

Кредитные формы внешнего финансирования — официальные кредиты и займы; заимствования на частных рынках краткосрочного и долгосрочного капитала посредством получения банковских кредитов, преимущественно синдицированных, а также эмиссии (продажи) облигаций и других долговых ценных бумаг на

территории иностранных государств или продажи внутренних долговых ценных бумаг нерезидентам.

Кредитный дериватив — производная ценная бумага, имеющая в своей основе корпоративные, коммерческие займы и облигации, позволяющая банку передать риски по данному кредиту желающему получить за это определенное вознаграждение.

Кредитный рейтинг присваивается авторитетными международными организациями, рассчитывается на основе многочисленных показателей, характеризующих экономическое положение заемщика с учетом социально-политических факторов; может быть инвестиционным и спекулятивным. Первокласный заемщик с высоким инвестиционным рейтингом заимствует ресурсы по максимально низкой цене (проценту). Заемщик с низким спекулятивным рейтингом может рассчитывать только на дорогие кредитные средства, ибо кредитор боится от рисков посредством ужесточения условий и поднятия процентной ставки.

Кредитный риск — риск невыплат, связанный с неспособностью или нежеланием заемщика осуществлять обслуживание кредита наличными средствами или другими активами.

Кредитный спрэд — разница между ставкой по указанной облигации или другим долговым обязательствам и эталонной безрисковой ставкой (в % годовых).

Купленная сделка — упрощенная и ускоренная процедура выпуска евробондов. В этом случае лид-менеджер выкупает все ценные бумаги у эмитента или большую их часть на заранее согласованных условиях.

Курсовая стоимость акции — рыночная цена акции определяется соотношением спроса/предложения и зависит от ожидаемого дохода.

Либерализация внешнеэкономической деятельности — освобождение от ограничений на движение товаров, услуг, капитала.

Либор — ставка предложения продавца (базовая ставка), по которой банки готовы предоставлять друг другу ресурсы на межбанковском евровалютном рынке в Лондоне.

Лид-менеджер — авторитетный банк, организующий предоставление синдицированного займа или размещение ценных бумаг по поручению эмитента; согласовывает условия кредита или выпуска ценных бумаг, помогает в подготовке проекта, обеспечивает подписку и размещение.

Ликвидность — возможность сравнительно быстро и без каких-либо затруднений продать актив за деньги.

Лимитный приказ — приказ клиента биржевому маклеру купить/продать ценную бумагу по оговоренной или лучшей цене.

Листинг — получение котировки на бирже, допускающей ценную бумагу к официальной торговле на фондовой бирже.

Листинговая компания — компания, имеющая котировку на данной бирже.

Макроэкономическая стабилизация — достижение стабилизации экономики посредством проведения мероприятий, направленных на оздоровление финансовой системы, снижение инфляции, дефицита государственного бюджета, укрепление национальной валюты и др.

Маржа — разница между ценами, курсами, ставками; гарантийный взнос.

Межбанковский рынок — внебиржевой рынок взаимных банковских операций.

Международное финансирование развивающихся и переходных стран включает совокупность разнообразных форм предоставления финансовых средств принимающим странам на рыночных и нерыночных условиях.

Международное финансирование развития осуществляется на цели развития официальными двусторонними и многосторонними донорами на концессионных и неконцессионных условиях, в том числе посредством предоставления официальной помощи развитию.

Международные акции — акции, торгуемые на международном рынке; для этого: (1) акции фирмы проходят листинг на бирже и продаются международным синдикатом в различных странах; (2-) фирма одновременно осуществляет листинг своих акций на бирже в стране нахождения, а также на одной или нескольких биржах в других странах. Третий способ предлагает выпуск настоящих международных акций, деноминированных в евровалютах. В этом случае акции фирмы проходят листинг одновременно на местной бирже и на одной или нескольких международных биржах.

Международные банковские агентства США (*International Banking Facilities - IBFs*) предназначены для принятия срочных вкладов и предоставления кредитов нерезидентам.

Международные бонды (облигации) — долговые ценные бумаги, выпущенные на зарубежных рынках эмитентами-нерезидентами и.

Международные кредитные средства предоставляются на определенный срок и подлежат своевременному возврату кредитору в полном объеме с выплатой процентов.

Международные финансы — финансы, поступившие в международный оборот и используемые в международных экономических отношениях (резидентов с нерезидентами), во внешнем финансировании национальных экономик, в операциях на международных финансовых рынках.

Международный денежный рынок — рынок краткосрочного капитала (до 1 года), включает валютные и евровалютные рынки.

Международный кредитный (долговой) рынок — включает банковское кредитование, а также рынок долговых ценных бумаг, на котором оперируют резиденты разных стран.

Международный рынок ценных бумаг — включает рынок международных и внутренних ценных бумаг, приобретенных нерезидентами.

Международный финансовый рынок — включает валютные и евровалютные рынки краткосрочного капитала (денежные) и рынки долгосрочного капитала (финансовые): банковского кредитования/заимствования, долговых ценных бумаг, акций и производных финансовых инструментов (деривативов).

Мировая внешняя задолженность — совокупная задолженность всех стран мира перед нерезидентами.

Мировой (глобальный) финансовый рынок (мировой рынок капитала) — совокупность финансово-кредитных организаций, которые в качестве посредников перераспределяют финансовые активы между кредиторами/заемщиками, покупателями/продавцами финансовых ресурсов.

Многосторонние соглашения Парижского клуба — соглашения клуба с заемщиками, определяющие условия двусторонних соглашений.

Модель «летающая стая диких гусей» — разработана и использована Японией; реализована в ее отношениях с Гонконгом, Республикой Корея, Сингапуром, Тайванем, которые, в свою очередь, применили ее в отношениях с другими азиатскими странами. Модель предполагает наличие страны-лидера, которая поставляет сначала готовые товары, затем осуществляет инвестиции, передает технологию, менеджмент с целью создания импортозамещающего и экспортного производства, предоставляет рынок сбыта, модернизируя или прекращая производство аналогичных товаров.

Мораторий — объявление о временной приостановке выплаты государственной задолженности внешним кредиторам.

Национальные финансы включают внутренние финансы, обеспечивающие операции между резидентами, как правило, в местной валюте и на основе национального законодательства; а также финансы, обслуживающие экономические отношения резидентов данной страны с внешним миром.

Национальный финансовый рынок — включает внутренние рынки с участием нерезидентов и операции резидентов на международных финансовых рынках.

Некредитное международное финансирование — не образует долговых обязательств по отношению к инвестору/донору; осуществляется посредством прямых иностранных инвестиций и портфельных инвестиций в акционерный капитал иностранных предприятий без права контроля, или эмиссии корпоративных акций на международных рынках, т. е. продажи акций нерезидентам. В состав незаемных финансов также включаются некоммерческие безвозвратные ссуды (гранты), реструктуризация и списания внешних долгов и платежей.

Нерыночные финансы — официальные финансы иностранных государств и международных организаций, а также корпоративные финансы, вывезенные в зарубежные страны посредством прямого инвестирования.

Нефтедоллары — валютные средства от экспорта нефти, вывезенные за пределы нефтедобывающей страны.

Новая экономика — экономика, основанная на информационных технологиях.

Номинальная цена — цена, выраженная в какой-либо валюте без учета инфляции.

Номинальный валютный курс — текущий курс валюты.

Норма (коэффициент) обслуживания долга (НОД) — отношение платежей по обслуживанию долга к доходам от экспорта товаров и услуг (ОВД/ЭТУ).

Ноты — именные долговые ценные бумаги со средним сроком погашения.

Объем евровалютного рынка (чистый) — исчисляется в объеме банковских обязательств в иностранных валютах и показывает кредитные возможности в евро-

валютах; валовой объем еврвалютного рынка показывает масштабы деятельности в еврвалютах; включает банковские обязательства в иностранных валютах и межбанковские операции.

ОВГВЗ — облигации внутреннего государственного валютного займа являются валютными ценностями, могут обращаться на территории РФ без права вывоза за рубеж, их могут приобретать нерезиденты. Денежные обязательства по ОВГВЗ исполняются в долларах США, основным платежным агентом выступает ЦБ РФ, роль депозитария и расчетного центра выполняет Внешторгбанк.

Операции по снижению внешней задолженности и платежей по ее обслуживанию (СЗОД) — соглашения о реструктуризации долга между суверенным должником и консорциумом коммерческих банков, которые могут включать различные методы снижения долга или их комбинацию: обратный выкуп собственных долгов по сниженной цене, обмен коммерческого долга на финансовые инструменты со значительной скидкой, эмиссию новых бондов со снижением стоимости долга.

Операции по снижению внешнего долга частным кредиторам — соглашения о реструктуризации долга между суверенным должником и консорциумом коммерческих банков об обратном выкупе своих долгов, об обмене коммерческого долга на финансовые инструменты с существенной скидкой или новые бонды со снижением стоимости долга. В некоторых случаях значительная часть новых финансовых инструментов поддержана американскими казначейскими бондами с нулевым купоном, в то время как обязательства по процентам частично сохраняются. Такие соглашения предлагают меню из различных опционов. По плану Брейди от марта 1989 г. некоторые соглашения были поддержаны займами от официальных кредиторов.

Операция РЕПО — двусторонняя сделка по продаже/покупке ценных бумаг с обязательством обратной покупки/продажи тех же бумаг через определенный срок по условленной цене; означает краткосрочное заимствование ценных бумаг под гарантию денежных средств и, наоборот, денежных средств под ценные бумаги.

Опцион - ценная бумага (контракт), продаваемая по цене премии и предоставляющая право, но не обязательство купить/продать (отказаться от сделки) определенный базисный актив или производный финансовый инструмент на протяжении определенного срока (или по его истечении) по цене исполнения контракта.

Опцион колл — опцион на покупку, дает право его владельцу купить определенное количество активов по установленной цене до или в день истечения определенной даты.

Опцион пут — опцион на продажу, дает право его владельцу продать определенное количество активов по установленной цене до или в день истечения определенной даты.

Опцион барьерный — содержит помимо обязательных параметров (страйка, базисного актива, даты истечения) дополнительный параметр (триггер), достижение которого определяет наличие или отсутствие прав на совершение сделки.

Опцион оптимальный — предоставляет покупателю возможность совершить сделку при оптимальной доходности в течение срока действия опциона.

Опцион по снижению долга — опцион по снижению первоначальной суммы долга Парижскому клубу; для оставшейся суммы сохраняются коммерческая ставка и стандартные условия выплаты.

Опцион по снижению обслуживания долга — кредитор — член Парижского клуба снижает процент.

Отделение или филиал (branch) банка в других странах — является частью материнского банка, пользуется ограниченной самостоятельностью и обычно не имеет акционерного капитала, а результаты его деятельности включаются в общий баланс банка. Иностранные отделения банков могут предлагать те же услуги, что и местные банки; они подчиняются тем же нормам регулирования, но в некоторых странах сохраняются ограничения на их депонентскую деятельность.

Открытая (публичная) подписка на евробонды — осуществляется через синдикат андеррайтеров (подписчиков), возглавляемый лид-менеджером, в качестве которого обычно выступает крупная компания.

Открытая экономика (стратегия) — означает ослабление государственных мер протекционизма, обострение конкуренции на внутренних рынках, растущую зависимость и уязвимость национальных экономик от внешнего воздействия.

ОФЗ — именные среднесрочные облигации федерального займа, выпускаются в бездокументарной форме; бывают с переменным купоном (ОФЗ-ПК) и с постоянным купонным доходом (ОФЗ-ПД), с амортизацией долга (ОФЗ-АД). ОФЗ-АД отличаются от обычных ОФЗ процедурой погашения долга: основная сумма выплачивается не единовременно, а частями в течение двух последних лет рыночного обращения. Одной из целей выпуска ОФЗ-АД является создание крупных выпусков государственных облигаций, которые способны выполнять функции индикатора рынка и выступать в качестве высоколиквидных базовых выпусков-ориентиров (*benchmarks*) на фондовом рынке.

Официальная помощь развитию (ОПР) — потоки официального финансирования, определяются ОЭСР и предоставляются правительствами развитых и некоторых развивающихся стран, а также международными организациями способствуют экономическому развитию и росту благосостояния развивающихся стран; характеризуются льготностью и содержат не менее 25 % грант-элемента, используют фиксированное снижение уровня ставки.

Официальное финансирование развивающихся и переходных стран — включает официальное финансирование развития и экспортные кредиты с государственной страховкой и гарантией.

Официальное финансирование развития (ОФР) — включает все официальные потоки в развивающиеся и переходные страны, исключая официально поддерживаемые экспортные кредиты, которые рассматриваются прежде всего как способствующие торговле. ОФР включает официальную помощь развитию (ОПР) и другие официальные финансовые потоки в целях развития.

Официальные займы и кредиты — предоставляют центральные правительства, местные органы власти и другие государственные структуры иностранных госу-

дарств, а также международные и региональные кредитные организации; предоставляются на льготных, нерыночных условиях, их источником служат бюджетные средства налогоплательщиков.

Официальные кредиторы — кредиторы общественного сектора, в том числе многосторонние (МВФ, Всемирный банк, региональные банки развития) и двусторонние — правительственные институты, включая центральные банки, а также типа агентств по экспортным кредитам.

Оффшорный банковский центр — центр, не считающийся составной частью экономики страны размещения, где действуют налоговые, валютные и другие льготы для нерезидентов и можно проводить операции, не подпадающие под национальное регулирование.

Парижский клуб — неформальный орган, созданный в 1956 г. и объединяющий страны-кредиторы на правительственном уровне. Его задача заключается в урегулировании отношений со странами-должниками, испытывающими трудности с обслуживанием своих обязательств по государственным кредитам перед членами Клуба. Постоянными членами Клуба являются 19 государств, в его заседаниях могут участвовать и присоединиться к его соглашениям еще 13 официальных кредиторов.

Паритет покупательной способности валюты показывает реальную покупательную способность национальной валюты по отношению к иностранной валюте; устанавливает взаимосвязь между инфляцией и движением валютного курса. Согласно теории ППС, валютные курсы корректируются таким образом, что каждая из валют обладает абсолютно одинаковой покупательной способностью в собственной стране.

Первичный дилер в отличие от обычного дилера может выставять двусторонние котировки от собственного имени; приобретать государственные облигации на аукционе до 100 % объема по средневзвешенной цене аукциона; осуществлять сделки депозитов с Банком России; обслуживать нерезидентов на организованном рынке ценных бумаг через специальные счета типа *iC* для нерезидентов.

Переоформление (перепланировка) долга (*rescheduling*) — при которой просроченные платежи и будущее обслуживание долга консолидируются (объединяются) и формируют новый заем на условиях, определяемых во время реструктуризации. Решедьюлинг долга является одним из способов дать облегчение должнику посредством отсрочки, а в случае концессионного переоформления — посредством снижения долговых обязательств; предоставляется в целях поддержания программы адаптации страны-должника.

Переуступка долга — передача долга третьей стороне.

План Брейди (март 1989 г.) — направлен на реструктуризацию долгов и снижение долговых платежей коммерческим банкам. Главная особенность состоит в том, что кредитор может выбрать вариант — обратный выкуп должником своего долга со значительным снижением или эмиссия Брейди-бондов в обмен на банковские требования. Такие операции сочетаются с принятием среднесрочных программ структурной адаптации, поддержанной МВФ, другими многосторонними и двусторонними кредиторами.

Пользователи финансового рынка — правительственные учреждения, небанковские финансовые учреждения (инвестиционные, пенсионные фонды, фирмы по управлению активами, страховые компании), ТНК и другие фирмы, физические лица, которые могут выступать на рынке в качестве покупателей/продавцов, хеджеров, спекулянтов, арбитражеров.

Правило одной цены — означает, что в условиях конкуренции одинаковые (идентичные) продукты, продаваемые на разных национальных рынках, торгуются по одинаковым ценам, если их выразить в одной валюте.

Предельная производительность капитала — измеряется нормой прибыли.

Предпочтение ликвидности — означает предпочтение наличности.

Приватизация — процесс, направленный на усиление рыночных механизмов регулирования экономики, на замену государства частными лицами в предоставлении благ и услуг; полный или частичный переход государственной собственности в частные руки, установление частного контроля над государственной собственностью и другими государственными активами.

Процентный своп — обмен займа с фиксированным процентом на заем с плавающим процентом.

Прощение, или списание, долга — погашение всего долга Парижскому клубу или его части по соглашению кредитора и должника.

Развивающиеся (формирующиеся) рынки (*Emerging Markets*) — финансовые рынки развивающихся и переходных стран, находящиеся в стадии возникновения и становления, отличаются высокими доходами и рисками, зависимостью от притока/оттока иностранного капитала.

Реальный валютный курс — национальный валютный курс, учитывающий уровень инфляции в двух сопоставляемых странах; обычно рассчитывается по индексам валютных курсов и внутренних цен сопоставляемых стран за определенный период.

Револьверный кредит — возобновляемый кредит; кредитное соглашение, позволяющее заемщику регулярно в течение определенного периода многократно получать кредит до некоторой максимальной суммы и в любое время погашать его.

Резидент — юридическое или физическое лицо, которое с точки зрения налогового обложения, валютного контроля постоянно пребывает в данной стране и не считается иностранцем.

Рейтинг — показатель оценки кредитоспособности заемщика, определяется ведущими рейтинговыми компаниями.

Реструктуризация долга — любое действие кредитора, которое изменяет условия, установленные для погашения долга, таким образом, что снижает обязательства по обслуживанию долга (долговую нагрузку); включает решедьюлинг (переоформление), рефинансирование, операции по снижению долга и долговых платежей, обратный выкуп и прощение.

Рефинансирование долга — процедура, по которой просроченные платежи или будущие обязательства по обслуживанию долга по официально поддержанному экспортному кредиту оплачиваются новым займом. Заем рефинансирования мо-

жет быть предоставлен экспортным кредитным агентством, правительственным институтом, коммерческим банком, который получает гарантии агентства.

Решедьюлинг долга — переоформление долга, в результате которого просроченные платежи и будущее обслуживание долга в консолидационный период преобразуются в новый кредит на условиях, определяемых во время реструктуризации; перенос сроков выплаты основной суммы долга, процентов по долгу или всех платежей по обслуживанию долга на более поздний срок по сравнению с ранее согласованным сроком.

Ролл-оверный депозитный сертификат — возобновляемый после срока истечения по превалирующей в данный момент процентной ставке.

Ролл-оверный кредит — средне- и долгосрочный финансовый кредит с плавающей процентной ставкой, фиксация которой происходит каждые 3-6 месяцев; продление срока кредита происходит путем его погашения и одновременным предоставлением нового кредита.

Рынок «при выпуске» — торговля ожидаемым выпуском ценных бумаг до их эмиссии.

Рыночные международные финансы — это финансы государственных и частных структур стран мира, изъятые из обращения на внутренних рынках и поступившие на международные финансовые рынки посредством депонирования в международных банках и покупки международных ценных бумаг, включая долговые ценные бумаги, акции и деривативы. Рыночные международные финансы предоставляются реципиентам на рыночных условиях, соответствующих кредитному рейтингу страны-получателя.

Рыночный приказ — приказ клиента биржевому маклеру о немедленной покупке/продаже ценной бумаги по наилучшей цене.

Самоподдерживающийся рост (развитие) — не предполагает использования официальных финансовых ресурсов; обеспечивается собственными сбережениями и привлечением иностранных частных средств.

Своп валютный — означает обмен двух валют и обратный обмен в согласованную дату; операция состоит из двух частей: сначала покупается иностранная валюта по курсу еног, затем она продается по курсу форвард.

Своп долга на развитие или охрану окружающей среды — обмен долга в иностранной валюте на национальную валюту со скидкой. Иностранная неправительственная организация покупает у кредитора долг со скидкой за собственные средства, затем продает его правительству-должнику за местную валюту. Эта организация расходует средства на проекты развития, предварительно согласовав с правительством.

Своп долг/местная валюта — операция репатриации капитала, при которой резидент покупает долг на вторичном рынке, используя фонды, полученные за границей, или средства с международного рынка капитала.

Своп долг/долг — означает замену кредитора.

Свопы долги/акции — соглашения об обмене долгов на акции предприятий, как правило, со скидкой. В этом случае инвестор покупает долговое обязательство,

деноминированное в иностранной валюте, на вторичном рынке со скидкой. В соответствии со своп-программой долг/акции правительство страны-должника меняет долг на национальную валюту, затем инвестор вкладывает средства в акции инвестиционного проекта.

Свопы долгов — конверсии долговых требований в акции местных предприятий, в другие долги со сменой кредитора, в национальную валюту, в проекты развития, в охрану окружающей среды (в природу), в различные фонды.

СЕДЕЛ (CEDEL) — системы клиринга по евробондам — *Eurobond Clearing*.

Серый рынок — действует от даты выпуска долговых ценных бумаг до даты завершения размещения выпуска. В этот период менеджеры и андеррайтеры могут покупать/продавать ценные бумаги «на выпуске», т. е. торговать ожидаемым выпуском.

Синдицированный заем — предоставляется совместно объединением (синдикатом) двух или более банков одному заемщику.

Системно-структурные реформы — преобразования, направленные на расширение рыночного пространства посредством приватизации, дерегулирования экономики, либерализации внешнеэкономических связей.

Спекулянты — инвесторы, сознательно идущие на риск в надежде получить доход.

Спекуляция — сделка с целью получения дохода.

Специальные права заимствования (СДР) — денежная единица на основе корзины ведущих валют, созданная МВФ; международный резервный актив, используемый в качестве счетной и учетной единицы между членами МВФ.

Спрэд — разница между ценами двух активов или разница ставок доходности.

Среднесрочные евроноты — именные долговые ценные бумаги со сроком погашения 1-5 лет с фиксированным купоном; выпускаются на основе программ эмиссии, позволяющих осуществлять несколько эмиссий, используя единый пакет документации.

Срочный евродепозит — непередаваемый банковский депозит с фиксированным сроком и с фиксированной ставкой процента на весь период депонирования.

Страйк — цена исполнения опциона.

Суверенный долг — долг центрального правительства.

Текущая доходность — отношение суммы платежа по годовому купону к рыночной цене облигации.

Торговля он-лайн — торговля в режиме реального времени.

Торгово-направленные инвестиции — инвестиции, способствующие расширению взаимной торговли на основе сравнительных преимуществ.

Традиционные механизмы снижения долговой нагрузки — комплекс методов снижения долговой нагрузки, осуществляемый тремя группами кредиторов: государствами — членами Парижского клуба, нечленскими государствами-кредиторами и частными кредиторами.

Трансграничный кредит (*cross-border credit*) — кредит, предоставленный внутренним банком той или иной страны нерезиденту.

Транснационализация — усиление взаимозависимости национальных экономик на основе расширения деятельности ТНК и ТНБ.

Трейдеры — «делатели рынка», которые всегда готовы купить/продать финансовые активы на более или менее постоянной базе на собственные средства или по приказу клиентов.

Триггер — условие исполнения опциона.

Управление риском — процесс выработки компромисса между выгодами от уменьшения риска и необходимыми для этого затратами, а также принятие решения о том, какие действия следует предпринять, включая отказ от каких бы то ни было действий.

Урегулирование внешней задолженности — мероприятия, направленные на восстановление платежеспособности страны по внешним обязательствам.

Условия Торонто — набор мер по сокращению внешнего долга (до $\frac{1}{3}$) официальным кредиторам стран с низким уровнем развития и с чрезмерной задолженностью.

Финансовая глобализация — открытость и интеграция финансовых рынков, масштабность международных финансовых потоков, высокая доля и возрастающая роль иностранных ресурсов в национальных экономиках.

Финансовая система — система финансовых рынков и других институтов, используемых для заключения финансовых сделок, обмена активами и рисками.

Финансовые гарантии — страхование кредитного риска.

Финансовые инструменты с фиксированным доходом — долговые ценные бумаги — их владельцам обещана выплата фиксированных сумм денег в течение срока обращения этих инструментов.

Фондовый индекс — позволяет измерить динамику курсовой стоимости акций. Динамика фондовых индексов, на порядок превосходящая темпы роста реально¹ го сектора, свидетельствует о чрезмерном разбухании фиктивного капитала и образовании «пузыря».

Форвардная сделка — заключается вне биржи, в межбанковской торговле; контракт не стандартизирован, ответственность за выполнение лежит на партнерах по сделке.

Форвардный валютный курс — устанавливается участниками валютной сделки, которая реально будет осуществлена через определенный период времени на фиксированную дату.

Формирующиеся (развивающиеся) рынки (*Emerging Markets*) — финансовые рынки развивающихся и переходных стран, находящиеся в стадии возникновения и становления, отличаются высокими доходами и рисками, зависимостью от притока/оттока иностранного капитала.

Фьючерс финансовый — договорное обязательство продать/купить в дату исполнения стандартного контракта определенное количество финансовых инструмен-

тов по заранее согласованной цене в свободном биржевом торге на официально зарегистрированной бирже.

Хеджирование — метод переноса риска, при котором действия, направленные на уменьшение риска, также приводят к отказу от возможной прибыли.

Хьюстонские условия — для стран с низким средним доходом (756-2995 долл. ВВП на душу населения) действуют с сентября 1990 г. и предлагают пеконцессионные условия переоформления коммерческих кредитов до 18 лет с льготным периодом в 8 лет; кредиты по официальной помощи развитию переоформляются до 20 лет с льготным периодом до 10 лет.

Цена спот — цена немедленной поставки, текущая цена.

Цена аск (*ask price*) — цена предложения заключить сделку, цена продавца.

Цена бид (*bid price*) — цена покупателя, по которой он согласен купить данный финансовый инструмент.

Цена отсечения — предельно допустимая цена.

Цена страйк — фиксированная цена, по которой участник опционного контракта реализует свое право купить/продать соответствующий актив.

Цена/прибыль (коэффициент) — показывает отношение цены акции к чистой прибыли компании в расчете на одну акцию за определенный период.

Частное зарубежное финансирование — осуществляют частные банки и другие финансовые организации, а также нефинансовые (фирмы) структуры из собственных или заемных средств на рыночных или договорных условиях.

Частное рыночное финансирование — включает все способы частного финансирования, кроме прямых инвестиций, т. е. банковское финансирование и портфельные инвестиции.

ЧИПС — система межбанковских клиринговых расчетов.

Чистая внешняя задолженность — измеряется соотношением (балансом) зарубежных активов и обязательств.

Чистая стоимость акций — бухгалтерская стоимость акций.

Чистый должник (страна) — имеет превышение обязательств перед нерезидентами над требованиями (активами).

Экспорториентированная модель развития — формирование конкурентоспособных отраслей промышленности с привлечением иностранного капитала, ориентированных преимущественно на внешний рынок.

Эффективный реальный валютный курс — курс национальной валюты к корзине валют основных торговых партнеров с учетом их удельного веса в товарообороте страны, рассчитанный по соотношению реальных валютных курсов.

Список таблиц

- Таблица 2.1. Показатели глобализации мировой экономики в 1982,1990,2000 гг. (с. 45).
- Таблица 3.1. Сальдо текущего платежного баланса в 1985-2000 гг. (с. 81),
Таблица 3.2. Нормы сбережений, инвестиций и чистого кредитования мира, развитых стран и'НИС ЮВА в 1978-2000 гг. (с. 84).
- Таблица 3.3. Нормы сбережений, инвестиций и чистого кредитования стран развивающихся и с переходной экономикой в 1978-2000 гг. (с. 85).
- Таблица 3.4. Международная инвестиционная позиция развитых стран в 2001 г. (с. 88).
- Таблица 3.5. Внешний долг и платежи по его обслуживанию стран Азии, Африки, Латинской Америки в 2002 г. (в млрд долл. и в %) (с. 90).
- Таблица 3.6. Дефицит федерального бюджета США в 1980-2001 гг. (с. 92).
- Таблица 3.7. Государственный долг США в 1992-2001 гг. (с. 94).
- Таблица 3.8. Международная инвестиционная позиция США в 1992 и 2001 гг. (млрд долл.) (с. 95).
- Таблица 5.1. Определение индексов номинального и реального валютного курса фунта стерлингов (с. 125).
- Таблица 5.2. Пример заключения двумя банками сделок покупки/продажи долларов за евро на одних утренних торгах (с. 131).
- Таблица 5.3. Изменение курса доллара по отношению к СДР, дойчмарке, евро, иене в 1980-2000 гг. (с. 143).
- Таблица 5.4. Среднегодовое изменение активов и обязательств США по международным инвестициям в 1963-2001 гг. (с. 144).
- Таблица 6.1. Чистый объем евровалютного рынка в банковских обязательствах в иностранных валютах в 1968-1999 гг. (с. 163).
- Таблица 7.1. Трансграничные кредиты внутренних банков развитых стран на 31 декабря 2000 г. (с. 187).
- Таблица 7.2. Объявленные международные синдицированные кредиты по странам-заемщикам в 1992-2000 гг. (с. 199).
- Таблица 8.1. Структура глобального рынка облигаций по эмитентам и по месту размещения в декабре 2000 г. (с. 215).
- Таблица 8.2. Структура международных бондов по эмитентам в декабре 2000 г. (с. 217).
- Таблица 9.1. Оборот торговли акциями на биржах в 1998 и 2000 гг. (с. 244).
- Таблица 9.2. Капитализация мировых рынков акций в 1980-2001 гг. (с. 248).
- Таблица 9.3. Динамика курсов акций в развитых странах в 1987-1991 гг. (с. 250).

- Таблица 9.4. Изменение цен на акции с октября 1998 г. по апрель 2001 г. (с. 252).
- Таблица 9.5. Международные активы/обязательства по акциям в 1992, 1998, 2001 гг. (с. 259).
- Таблица 10.1. Рынок форвардов в 1998 и 2000 гг. (с. 274).
- Таблица 10.2. Рынок фьючерсов в 1987 и 2001 гг. (с. 277).
- Таблица 10.3. Рынок опционов в 2000 г. (с. 285).
- Таблица 10.4. Глобальный рынок финансовых деривативов в 2000 г. (с. 293).
- Таблица 10.5. Динамика и структура биржевого рынка деривативов по регионам в 1986-2000 гг. (с. 296).
- Таблица 11.1. Международное финансирование развивающихся стран в 1961 и 1972 гг. (в %) (с. 318).
- Таблица 11.2. Чистый среднегодовой приток капитала в страны развивающиеся и с переходной экономикой в 1983-2000 гг. (с. 319).
- Таблица 11.3. Чистый приток капитала в страны развивающиеся и с переходной экономикой по регионам в 1990-2000 гг. (с. 320).
- Таблица 11.4. Чистое официальное финансирование развития в 1990-1999 гг. (с. 324).
- Таблица 11.5. Чистая официальная помощь развитию стран — членов Комитета помощи развитию в 1990-1999 гг. (млрд долл.) (с. 325).
- Таблица 11.6. Валовое многостороннее финансирование развивающихся стран по регионам в 1985-1999 гг. (с. 328).
- Таблица 13.1. Классификация внешних долгов и платежей развивающихся стран по платежеспособности в 1985-2001 гг. (с. 362).
- Таблица 13.2. Среднегодовые показатели развития новых индустриальных стран Юго-Восточной Азии в 1982-2001 гг. (с. 364).
- Таблица 13.3. Внешние долги и платежи развивающихся стран по кредиторам и регионам в 1985-2001 гг. (с. 367).
- Таблица 14.1. Долговые свопы Парижского клуба в 1991-2000 гг. по кредиторам и по типу свопа (с. 397).
- Таблица 14.2. Переоформленные долги Парижскому клубу стран с низким уровнем развития и чрезмерной задолженностью за 1976-2000 гг. (с. 401).
- Таблица 14.3. Чистое внешнее финансирование стран с переходной экономикой в 1992-2001 гг., млрд долл. (с. 404).
- Таблица 14.4. Внешние долги и платежи стран с переходной экономикой в 1985-2001 гг. (с. 406).
- Таблица 15.1. Валовой приток рыночных финансов на формирующиеся рынки по регионам, по типу финансирования и по заемщику в 1990-2000 гг. (с. 432).
- Таблица 15.2. Среднегодовой приток рыночного финансирования на формирующиеся рынки по типам и регионам за 1995-2000 гг. (с. 433).
- Таблица 15.3. Валовой приток иностранных инвестиций на региональные рынки акций в 1995-2000 гг., млрд долл. (с. 435).
- Таблица 15.4. Доля компаний технологий, медиа и телекоммуникаций на формирующихся рынках в 1997-2000 гг., в % к рынку (с. 436).

- Таблица 15.5. Синдицированное кредитование стран с формирующимися рынками в 1988-2000 гг., млн долл. (с. 438).
- Таблица 15.6. Относительные показатели внешнего долга и сальдо текущего платежного баланса азиатских стран в 2001 г. (с. 452).
- Таблица **16.1.** Внешняя торговля России в 1990-2003 гг., млрд долл. (с. 464).
- Таблица 16.2. Валовые сбережения и накопления, чистая кредитная позиция, доля накоплений в сбережениях России в 1991-2002 гг. (с. 474).
- Таблица 16.3. Приток иностранного капитала в Россию в 1994-2003 гг., млрд долл. (с. 475).
- Таблица 16.4. Отток капитала из России в 1994-2003 гг., млрд долл. (с. 476).
- Таблица 16.5. Международная инвестиционная позиция России в 2001, 2003 гг., млрд долл. (с. 477).
- Таблица 16.6. Бюджетный дефицит России по методикам Госкомстата и МВФ в 1992-1998 гг. (с. 479).
- Таблица 16.7. Источники финансирования дефицита федерального бюджета России в 1992-2001 гг. (с. 479).
- Таблица 16.8. Сальдо платежного баланса России с дальним зарубежьем в 1992-1999 гг., млрд долл. (с. 480).
- Таблица 16.9. Структура внешнего долга России на 1 января 2004 г. (с. 481).
- Таблица 16.10. Официальное финансирование России в 1992-1999 гг., млрд долл. (с. 482).
- Таблица 16.11. Реструктуризация российских долгов странам — членам Парижского клуба в 1993-1999 гг. (с. 490).
- Таблица 16.12. Платежи России по обслуживанию внешнего долга в 1994-2000 гг., млрд долл. (с. 491).
- Таблица **17.1.** Объем российского финансового рынка в 2002-2003 гг., млрд долл. (с. 499).
- Таблица 17.2. Объем инвестиционных ресурсов, привлеченных российскими финансовыми организациями в 2002-2003 гг., млрд долл. (с. 500).

Ольга Яшина*

Не забыть про косвенные эффекты



В дискуссиях по проблемам присоединения России к **соглашениям ВТО** выделяют положительные и отрицательные, краткосрочные и долгосрочные эффекты как для экономики в целом, так и для отдельных ее отраслей и секторов. Есть также немало количественных оценок последствий **вступления России в ВТО**, например, данные, приведенные журналом «Эксперт» № 41 от 6 ноября 2006 года в статье Александра Кокшарова и Максима Рубченко «Задержись на пороге». Акторы оценивают максимальную теоретически **возможную выгоду** отечественных предприятий, ориентированных на **внешние рынки**, в 23 млрд долларов ежегодно. Вероятные потери для российских предприятий, **работающих** на внутренний рынок, вследствие усиления конкуренции могут составить около 90 млрд долларов. Разницу в 67 миллиардов авторы считают достаточным **основанием** для того, чтобы потребовать от партнеров по торговым переговорам уступок примерно на эту сумму. При этом, как в упомянутом исследовании, так и в других, как правило, делается оговорка об отсутствии адекватной статистической базы для исследований.

К числу прямых эффектов следует отнести влияние на объемы производства и экспорта товаров, прибыль **экспортеров** или потери предприятий, конкурирующих с импортом, реальный уровень заработной платы, размер налоговых поступлений и т.п. Группа косвенных эффектов связана с влиянием либерализации внешнеторгового режима на деятельность российских предприятий и включает эффекты проконкурентные, трансфера знаний и технологий, опыта маркетинга и менеджмента, а также институциональные и структурные.

В ходе многочисленных дискуссий косвенные эффекты от вступления России в ВТО явно недооцениваются. Их значимость можно **проиллюстрировать** на первый взгляд парадоксальными примерами. Оценка потерь благосостояния отдельных

стран от введения протекционистских мер, проведенная специалистом в области международной торговой политики Ягдипом Вхагвати, дает очень **низкую** величину **ущерба** — от 1 до 2% ВВП в год. Другими словами, если страна вводит торговые ограничения, то потери **ВВП** составят 1 — 2%. Предположим обратное: страна отменяет эти ограничения. Прирост ВВП в этом случае также должен **составить 1 — 2%** и год, то **есть** положительный эффект от либерализации также незначителен и порождает правомерный вопрос: стоит ли вообще этим заниматься. Есть ли необходимость вступать **в ВТО**, либерализуя торговый режим, если выгоды столь малы, а по отдельным расчетам и вовсе сомнительны?

В исследовании «Торговая политика и значение вступления в ВТО для развития России и стран СНГ» (М.: «Весь мир», 2006) **приводится** статистика по годовому росту ВВП в развивающихся странах, разделенных на четыре группы по уровню открытости. Сравнивая, например, фактические темпы 6,4% роста ВВП за период с 1980 по 1992 год по группе очень открытых стран с приведенными темпами предполагаемого прироста ВВП от либерализации торгового режима в 1 — 2%, получаем разницу в 4 — 5%. Можно предположить, что они являются следствием тех самых косвенных эффектов от либерализации.

Эффекты **проконкурентный** и трансфера технологий возникают вследствие увеличения притока прямых зарубежных инвестиций — **проводников** зарубежных технологий и деловой **практики**. Существуют также вклад иностранных инвесторов и развитие «человеческого капитала» принимающей страны. Международные компании, как правило, проводят широкие программы повышения квалификации персонала всех уровней, передавая **продуктовую и производственную технологию**, опыт менеджмента и маркетинга. Проконкурентные эффекты возникают также в связи с тем, что в условиях несовершенной конкуренции, когда на внутренних рынках отдельные отечественные фирмы обладают значительной рыночной властью, их цены слишком высоки, а производительность слишком низка, либера-

лизация торгового режима устраняет неэффективность.

К числу институциональных эффектов можно отнести приведение законодательной базы страны в соответствие международным нормам, что делает экономическую политику более прозрачной и предсказуемой. Поскольку **правила** игры будут заданы извне (соглашениями ВТО), это должно привести к значительной экономии общественных ресурсов за счет снижения издержек на отраслевое лоббирование, проталкивание в правительство и Государственной думе отраслевых интересов.

Структурный эффект проявляется в том, что сам процесс присоединения к ВТО стимулирует **государство** к разработке и осуществлению сколько-нибудь вразумительной промышленной и структурной политики. А значит, стимулированию перетока ресурсов из отраслей старого технологического ядра в новые и прогрессивные, определяющие конкурентоспособность страны на мировых рынках, а в структурном плане — в отрасли, формирующие «человеческий капитал», образование и здравоохранение.

В процессе присоединения России к ВТО, как показывает опыт других стран, не следует ожидать значительных прямых положительных или отрицательных эффектов и измерить необходимость вступления их наличием или отсутствием. Так, против Китая, включенного в ВТО в 2001 году, продолжают антидемпинговые процессы по экспорту его стали в США, экспорт текстиля в страны ЕС ограничен квотами. Однако китайское правительство использовало процесс вступления в ВТО прежде всего для того, чтобы закрепить рыночные реформы, сделать их необратимыми. И нынешние социально-экономические успехи этой страны обусловлены не столько расширением доступа на зарубежные рынки, сколько получением именно косвенных эффектов от либерализации.

В таблице рейтинга банковских сайтов [см. «От наброска к портрету», «Э-У» № 26 от 09.07.07] по техническим причинам потерян комментарий. Приводим его: «В каждой номинации банки расположены по убыванию активов на 01.04.07. Выделены призеры прошлогоднего рейтинга.» Приносим извинения.

* Доцент кафедры мировой экономики Уральского государственного университета.